سلسلة الرسائل العلمية
رسالة ماجستير

دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية

دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية

فؤاد علوان
ماجستير في القانون وباحث دكتوراة

دار الفكر والقانون
(١) شارع الجلاء - أمام بوابة الجامعة
المنصورة - برج آية
تليفون: ٠٥٠٢٢٣٦٢٨١ - محمول: ٠١٠٠٦٠٥٧٧٦٨

سلسلة الرسائل العلمية
رسالة ماجستير

دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية

دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية

فؤاد علوان
ماجستير في الاقتصاد
وباحث دكتوراه

٢٠١٢

دار الفكر والقانون
المنصورة
ت : ٢٢٣٦٢٨١
محمول : ٠١٠٦٠٥٧٧٦٨

اسم الكتاب : دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية

دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية

اسم المؤلف: دكتور / فؤاد علوان

الطبعة : الأولى .

سنة الطبع : ٢٠١٢

رقم الإيداع بدار الكتب المصرية : ٢٦١٧/ ٢٠١٢

الترقيم الدولي: 978-977-6253-55-1

الناشر: دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع

١ ش الجلاء أمام بوابة الجامعة برج آية

تليفكس : ٠٠٢٠٥٠٢٢٢٥٦٧١ تليفون : ٠٥٠٢٢٢٣٦٢٨١

محمول ٠٠٢٠١٠٠٦٠٥٧٧٦٨

dar.elfker@Hotmial.com

المحامي / أحمد محمد أحمد سيد أحمد

شكر وتقديـر

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام والصلاة والسلام على النبي الأمي والإمام القائد محمد عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم، ثم أما بعد:

حمدا وشكرا للواحد الأحد على فضله توفيقه لي في إتمام هذه الرسالة، أحمدك ربي حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا.

إذا كان من الواجب أن يرد الخير لأهله والفضل لأصحابه ، فأتوجه بخالص عبارات الشكر وعظيم الامتنان إلى أساتذتي الأفاضل وعلى رأسهم الأستاذ الدكتور عبد الهادي عبد القادر سويفى لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة رغم مهامه والتزاماته الكثيرة، وأشكره على كل ما قدمه لي من نصائح وتوجيهات بكل سعة صدر وصبر جميل، فله كل التقدير والاحترام وجزاه الله عني خير الجزاء وأدام الله عليه الصحة والعافية وأطال الله في عمره إنشاء الله.

كما يطيب لي أن أتقدم بأسمى آيات الشكر و التقدير و العرفان للأستاذ الدكتور ثامر محمود زيدان العاني أستاذ الإقتصاد القياسى بجامعة بغداد ومدير الدراسات والعلاقات الإقتصادية والإجتماعية بجامعة الدول العربية، على تواضعه و كرم مجهوداته الطيبة فى توجيهى لإتمام القسم التطبيقى فى الدراسة فلم يبخل على بوقته الثمين و كان الحافز لبدل جهد إضافى فى الدراسة ، وقبوله الإشتراك في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة رغم مسؤولياته الكثيرة ، فله مني خالص الشكر والإمتنان نسأل الله الكريم أن يمن عليه بما فيه الخير ويجعله نبراسا للباحثين في كل مكان وجزاه الله عني خير الجزاء.

والشكر موصول إلى العالم الجليل معلم الأجيال الأستاذ الدكتور حســـن عبيــــد أستاذ الإقتصاد بجامعة القاهرة و أستاذي بمعهد البحوث والدراسات العربية بتدريسه لي في مرحلة الدبلوم وتكرمه بقبول الإشتراك في

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة رغم مشاغله الكثيرة فله مني خالص الامتنان و التقدير على تواضعه و كرم أخلاقه ، وأن يجزيه عني و عن طلبة المعهد جميعا خير الجزاء .

كما أقدم شكري إلى أسرتي أسرة معهد البحوث و الدراسات العربية و بالأخص الأستاذ الدكتور أحمد يوسف أحمد مدير المعهد أعانه الله ، كما أقف وقفة ترحم على روح الأستاذ الدكتور سامى خليل رحمه الله ، فاللهم إرحمه و أغفر له دنوبه و لا قينا به في الجنة .

وفي النهاية لا يسعنى سوى أن أقدم شكرى و تقديرى إلى كل من ساعدنى و قدم لي يد العون في إتمام هذا العمل العلمى المتواضع ،خصوصا عمال المكتبات و العملين في شؤون الأسواق المالية العربية و أرجو من الله عز وجل أن يكون بداية موفقة في مشواري البحثى ، وما توفيقى إلا بالله العلي العظيم وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أمي الحبيبة ، أبي القدير

أطال الله عمرهما .

إلى خطيبتي الغالية .

إلي أفراد العائلة الأعزاء .

إلى كل من ساعدني في إتمام هذا العمل المحترم .

إلى كل الأصدقاء المخلصين .

إلى كل طالب علم .

أهدي لكم جميعا هذا العمل المحترم .

أهمية الدراسة :

يفترض أن العولمة تزيد التدفقات المالية عبر الحدود بما يؤدي لتوزيع المدخرات و من ثم الإستثمارات على نحو كفء في العالم ، مقارنة بما كان يحدث في الماضي حينما إقتصر الإستثمار المحلى في معظم الإقتصادات على المدخرات المحلية ، إلا أن الوقائع الإقتصادية أثبتت و جود آثار سلبية لتلك التدفقات على الإستقرار المالى بجل الإقتصادات التي إتبعت التحرير المالي دون إتخادها لجملة من الظوابط التي من شأنها الحد للآثار السلبية التي يمكن أن تحدث جراء ذلك ، حيث تعرضت إقتصادات لأزمات مالية كتلك التي حدثت خلال العقدين السابقين .

فمع إرتباط الأسواق و حركات التدفق المالى ، أصبحت تداعيات عدم الإستقرار المالى تنتقل من إقتصاد لآخر هذا ما ظهر أبان وقوع الأزمات المالية التي وقعت في المكسيك ١٩٩٤ ـ ١٩٩٥ ، شرق آسيا ١٩٩٧ ـ ١٩٩٨ ، روسيا ١٩٩٨ ، البرازيل ١٩٩٩ في أعقاب الأزمات التي وقعت في تركيا سنة ٢٠٠١ ، الأرجنتين ٢٠٠١ ـ ٢٠٠٢ في جمهورية الدومينيكان سنة ٢٠٠٣ ، أزمة الرهون العقارية في الإقتصاد الأمريكى عام ٢٠٠٨ التى إنتشرت تداعيات خطيرة لقاءها للعديد من الأقاليم الإقتصادية بالعالم .

ورغم أن أسباب الأزمات المالية تختلف من إقتصاد لآخر فإن هناك مظاهر وأسباب عامة لها طرحها خبراء إقتصاديون ، والطابع الدوري لها أجبرالمجتمع الدولى عامة و المؤسسات و الهيئات المالية الدولية خاصة للإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الرقابة و تدابير الحل ، وأصبحت ضرورة لإيجاد وسائل و سبل للتنبؤ بها قبل أن تكون تداعيات خطيرة جراءها بالأسواق المالية بصفة خاصة و الإقتصادات بصفة عامة .

فالتداعيات المتسارعة لتلك الأزمات المالية بدأت في شكل أزمات مالية محلية و إنتشرت تداعياتها إلى إقتصادات عديدة بمختلف الأقاليم الإقتصادية بالعالم ، فذلك يؤكد صعوبة بقاء الإقتصادات العربية بمنأى عن تداعيات تلك الأزمات المالية ، خاصة في ظل مساعي تحرير الحسابات الرأسمالية للعديد منها ودوره في دعم التكامل الإقتصادى العربي ، الأمر الذي يستدعي ضرورة وجود مؤشرات للإنذار المبكر بالأزمات قد يمكن الإعتماد عليها في رصد مدى إمكانية تعرض أسواق رأس المال العربية لأزمات إنهيارها من ثم إتخاد التدابير الملائمة لتحصينها .

إنطلاقا مما سبق يمكن تجسيد أهمية الدراسة في مايلي :

- تعد تداعيات الأزمات المالية على الإقتصادات العربية مكلفة و ترفع من الأعباء الإجتماعية لذلك لابد من وجود وسيلة فعالة لرصدها قبل وقوعها لأخد الإحتياطات في الوقت المناسب .

- أن الإقتصادات العربية كإقتصادات نامية ، تسعى في تطلعاتها لأن تكون ذات أسواق رأس مال صاعدة وهى بحاجة للإستفادة من تجارب الدول التي خطت خطوات معتبرة في مجال الوقاية من الأزمات المالية ، هذا له أثر كبير على مسيرة التنمية بهذه الإقتصادات .

إشكالية الدراسة :

نظرا لإرتفاع الأعباء الإقتصادية و الإجتماعية لقاء خطط مواجهة تداعيات الأزمات المالية على الأسواق المالية ، فإن الإقتصادات العربية ذات الأنظمة المالية الناشئة و التى تسعى فى تطلعاتها أن تكون متقدمة ، و بالرغم من عدم تشابه القنوات المالية و التجارية للإقتصادات العربية التى تربطها مع باقى الإقتصادات غير العربية أو فيما بينها ، فإن هذا لا يبرر مأمنها من تداعيات عدم الإستقرار المالي الناتج عن وقوع أزمات مالية سواء بإقتصاداتها المحلية أو في

أقاليم إقتصادية أو إقتصادات غير عربية بذلك لابد من البحث عن طبيعة هذه الأزمات و أسبابها ، و طرق الوقاية منها لكي تستطيع الإقتصادات العربية أن تقوم ببناء مؤشرات تدخل ضمن نظم للإنذار المبكر لرصد هذه الأزمات المالية للتخفيف من حدتها ، و منه يمكن صياغة المشكلة في التساؤلات الرئيسية التالية:

- لماذا لا تنتهج الإقتصادات العربية أساليب وقائية فعالة لحماية الإقتصادات العربية بشكل عام و أسواق رأس مالها بشكل خاص من تداعيات الأزمات المالية ، بالرغم من الإمكانات الإقتصادية المتوفرة لديها سواءا على مستوى الإقتصادات العربية القطرية ، أو في إطار العمل الإقتصادي العربي المشترك ، و بالرغم من تجاربها السابقة في هذا المجال ؟ .

- و هل يمكن تطوير قدرات أسواق رأس المال العربية لمواجهة تداعيات عدم الإستقرار المالي سواءا أكان سببه داخلي أم خارجي ؟ و إلى أي مدى يمكن أن تعتمد أسواق رأس المال العربية على آليات للإستشعار المبكر بالأزمات المالية ؟ .

فرضيات الدراسة :

إن الفرضيات التي تقوم عليها هذه الدراسة هي:

- تعانى أسواق رأس المال العربية من تداعيات عدم الإستقرار المالي و أن العوامل المفسرة له خارجية .
- تمتلك أسواق رأس المال العربية مقومات للحفاظ على الإستقرار المالى .
- تلعب نظم الإنذار المبكر دورا غاية في الأهمية لحماية ووقاية أسواق رأس المال العربية من تداعيات الأزمات المالية .

الهدف من الدراسة :

وفقا لما سبق و في ظل محاولة الإنفتاح التجاري و المالي للإقتصادات العربية في ظل جملة الإصلاحات الإقتصادية المطبقة فى العديد منها خلال العقدين السابقين فمزايا الإنفتاح لا تخلو من المخاطر خصوصا بالنسبة للتحرير المالي ، فتكمن الأهمية القصوى لهذه الدراسة في أن الإقتصادات العربية في إطار سعيها و تطلعاتها إلى أن تكون أسواقا صاعدة بحاجة إلى المزيد من التعلم و فهم تجارب الإقتصادات التى تعرضت لأزمات مالية و ذلك من خلال:

ـ بيان مجمل أسباب الأزمات المالية ، و مجمل أعراض تشخيصها .

ـ تحديد و تحليل واقع الإستقرار المالي بأسواق رأس المال العربية ، ومدى وضعها تجاه تداعيات الأزمات المالية .

ـ تحليل الأساليب و المناهج المتبعة لمواجهة تداعيات الأزمات المالية ، و السياسات الإقتصادية التي من شأنها حماية و وقاية أسواق رأس المال العربية من الأزمات المالية .

ـ تحليل فعالية أساليب و مناهج التنبؤ المبكر بالأزمات المالية لمحاولة إقتراح أسلوب للتنبؤ المبكر بالأزمات المالية بأسواق رأس المال العربية .

المنهج العلمي المتبع :

للإجابة على هذا التساؤل الرئيسي للإشكالية تم إتباع المنهج الوصفى التحليلى حيث يتم تحليل مجمل أسباب الأزمات المالية و وصف و تحليل واقع أسواق رأس المال العربية ومدى تعرضها لتداعيات الأزمات المالية ، هذا و تم الإعتماد عليه لتحليل الأساليب المتبعة لمواجهة الأزمات المالية بأسواق رأس المال العربية ، و تحديد جملة من الأساليب و السياسات الإقتصادية التي من

شأنها وقاية أسواق رأس المال العربية من الأزمات المالية.

إذ تم الإعتماد على المنهج التحليلي المقارن في بعض الأحيان من أجل الإستفادة من تجارب الأزمات المالية السابقة ، و الإعتماد على أسلوب دراسة حالة لمعرفة أساليب مواجهة الأزمات المالية على مستوى العالم ، و تم الإعتماد عليه أيضا في سبيل دراسة مدى تعرض أسواق رأس المال العربية لتداعيات الأزمات المالية .

كما تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لدراسة مختلف مناهج و آليات التنبؤ المبكر بالأزمات المالية بأسواق رأس المال ، إذ تم الإعتماد على المنهج التحليلى الكمى القياسى لإختبار مدى فعالية النموذج المقترح للتنبؤ بالأزمات المالية بأسواق رأس المال العربية .

حدود الدراسة :

١ ـ **الحدود المكانية** : إقتصرت الدراسة من ناحية الإطار الجغرافي على أسواق رأس المال العربية و على مختلف الإقتصادات التى عانت من أزمات مالية خلال الفترة (١٩٩٨ـ٢٠٠٨).

٢ ـ **الحدود الزمنية** : تم تحديد فترة الدراسة بين سنتي ١٩٩٨ و ٢٠٠٨ أي على ١١ سنة أو مشاهدة .

الاستعراض المرجعي :

مما لا شك فيه أن أي باحث إذا أراد أن يبحث في موضوع ما لابد عليه أن يكمل المسيرة البحثية ويقف على ماتوصلت إليه الدراسات السابقة التى بحثة في موضوع بحثه ، لذلك يود الباحث أن يستعرض بعض الدراسات التى بحثت في موضوع الإنذارالمبكر بالأزمات المالية و موضوع الأزمات المالية ذلك كمايلى :

١ـ الدراسات السابقة العربية :

أ ـ دراسة (أمير الفونس عريان حنا ، ٢٠٠٣)(١) ، بعنوان : " تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات المالية و الإقتصادية في مصر بالإسترشاد بالأزمة الآسيوية و الروسية " .

ـ هدفت الدراسة لمحاولة التوصل إلى مؤشرات إنذار مبكر إقتصادية و غير إقتصادية قد تساعد على توقع الأزمة المالية قبل حدوثها و من ثم الإستعداد لها بالإجراءات و السياسات الوقائية الآزمة .

ـ حاول الباحث تجميع معظم أسباب الأزمات (إقتصادية ، مالية ، إجتماعية سياسية) فى هذا النظام ، أي عدم النظر لأسباب الأزمة من وجهة نظر واحدة فقط كما حاولت الدراسة عدم الإكتفاء بمجرد تصميم النظام بكل مؤشراته ، و لكن تطبيق هذه المؤشرات على بعض الدول للتأكد من صحتها (دول عانت من قبل من أزمات إقتصادية ، ودول أخرى توقع الباحث أن تكون عرضة للأزمات المالية و الإقتصادية، لم يعتمد الباحث على النماذج القياسية في التنبؤ بوقوع الأزمات .

ـ من أهم نتائج هذه الدراسة بعد إختبار نظام الإنذار المبكر المقترح بكافة مؤشراته و نجح النظام بدرجة (جيد) بنسبة ٦١.٥٪ على التنبؤ بوجود أزمة في الدول محل الدراسة ، و بعد تطبيق نظام الإنذار المبكر المقترح على جمهورية مصر العربية خلال فترة الدراسة (١٩٩٧ـ ٢٠٠٢) و كانت النتيجة

---

(1) ـ أمير الفونس عريان حنا ، تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات المالية و الإقتصادية في مصر ـ بالإسترشاد بالأزمة الآسيوية و الروسية ، أطروحة دكتوراه في الإقتصاد غير منشورة ، كلية التجارة قسم الإقتصاد جامعة عين شمس ، عين شمس ، ٢٠٠٣ .

حصول مصر على نسبة ٦٠٪ كمتوسط عام بمعنى إمكانية تعرض مصر لأزمة في الأجل الطويل ما لم تقم بالعديد من الإصلاحات في إقتصادها و تعديل بعض المؤشرات المالية و الإقتصادية و العينية و الإجتماعية و الإقتصادية .

هذه الدراسة هدفت لتصميم نموذج للإنذار المبكر بالأزمات الإقتصادية بشكل عام و طبقت على الإقتصاد المصرى أما دراسة الباحث فهى ركزت على نظم الإنذار المبكر بأزمات إنهيار العملة و حاولت إختبار مدى أهمية مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار هذه الأسواق و تم تطبيقها على أسواق رأس المال العربية .

ب ـ دراسة (مركز المعلومات و دعم إتخاذ القرار بمجلس الوزراء المصري ٢٠٠٣) (١) ، بعنوان : " نظام الإنذار المبكر لأزمات سوق العملة " .

ـ هدفت الدراسة إلى توثيق نظام الإنذار ضد أزمات سعر صرف الجنيه المصري ، و الذى تم بناؤه فى المركز بهدف التنبؤ بأزمات سعر صرف قبل حدوثها بوقت كاف لتلافي أي آثار سلبية قد تكون لها على الإقتصاد المصرى

ـ حيث تم تبيين تطور آداء سوق العملة بالإقتصاد المصري يشمل إستعراض للأهم أزمات العملة فى مصر خلال النصف الثاني من التسعينات ، و أخيرا تم عرض مناخ سوق الصرف في مصر خلال فترة إعداد الدراسة ، كما عمدت الدراسة لإستعراض مختلف التجارب الدولية فى مجال التنبؤ بأزمات العملة ، و أهم النماذج التى تم بناءها من قبل المؤسسات الدولية فى هذا الشأن ، ليتم في الأخير عرض للنموذج المستخدم للتنبؤ بأزمات العملة المصرية ، و

---

(1) ـ فريق العمل بقطاع التحليل الإقتصادي ، نظام الإنذار المبكر لأزمات سوق العملة ، مركز المعلومات و دعم إتخاذ القرار ، مجلس الوزراء المصري ، ٢٠٠٣ ، بحث منشور على الموقع الإلكتروني للمركز .

يتناول الإطار العام للنموذج و محددات النموذج و طريقة التقدير المستخدمة فى النموذج و النتائج ليتم إختبار مدى قدرة النموذج على التنبؤ بأزمات سعر الصرف في الفترة (يناير ٢٠٠٢ ـ يونيو ٢٠٠٢) و إعتمدت الدراسة على متغيرات مفسرة للتنبؤ بأزمات سوق العملة تتلائم و طبيعة الإقتصاد المصري هى (سعر الصرف الحقيقى ، سعر الفائدة الإسمى ، الصادرات ، الواردات الإئتمان المحلى ، المعروض من النقود M2 معدل إنخفاض سعر الصرف الإسمى خلال شهر واحد ، معدل تغير الإحتياطى الأجنبى خلال شهر واحد).

ـ توضح نتائج ذلك الإختبار قدرة النموذج على التنبؤ بأزمات سوق العملة ، كما توضح نتائج الدراسة عدم قدرة النموذج على التنبؤ بدقة بقيمة الرمز المخصص لشهري مايو و يونيو ٢٠٠٢ ، إلا أن فريق العمل يرى أن ذلك لا يشكل أهمية كبيرة.

طبقت هذه الدراسة على نوع من أنواع الأزمات المالية هى أزمات العملة على الإقتصاد المصري أما دراسة الباحث فخصت نوع من أنواع الأزمات المالية وهي أزمات إنهيار أسواق رأس المال و طبقت على أسواق رأس المال العربية .

ج ـ دراسة : (وائل إبراهيم الراشد ، بدون سنة نشر)[1] ، بعنوان : " نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية : دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت".

ـ هدفت الدراسة لإستخدام النسب المحاسبية التى يتم إختيارها بأسلوب علمي يرتكز على أساس متين يرتكز على أساس متين من النظرية المحاسبية المؤيدة بدراسات علمية و ذلك لبحث إمكانية تركيب نموذج كمي من نسب متعددة بإمكانه التنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال و ذلك بعد حصر مظاهرها و خصائصها ، ليتم التحقق من سلامة النموذج و فعاليته لإستخدامه و تحديثه للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال المستقبلية لأسواق رأس المال الكويتية .

ـ تمت الدراسة بإختيار مجموعة من النسب المحاسبية الأكثر إستخداما التى تم إنتقائها فى إطار من النظرية المحاسبية من جهة و بحسب ما أسفرت عنها نتائج البحوث العلمية و العملية الحديثة من جهة و من جهة أخرى ، يتم دراسة و تحليل النسب لفترة عشرة سنوات متتالية (١٩٨٩ ـ ١٩٩٩) و ذلك بالنسبة لجميع الشركات المقيدة بسوق رأس المال الكويتى و العرض البياني الدقيق للظواهر التى تتميز بها كافة النسب المحاسبية المختارة خلال سنتين محددتين هما ١٩٨٤ و ١٩٩٩ نظرا لحدوث الأزمات أزمات لإنهيار سوق رأس المال الكويتى ، ليتم إنتقاء مجموعة من النسب و يتم تركيب نماذج و عرض أهم الخصائص الإحصائية لها و التحقق من قدرتها التنبؤية.

---

(1) ـ وائل إبراهيم الراشد ، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية : دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت، بدون سنة نشر ، بحث متاح على الرابط التالي: http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib/Forms/AllItems.aspx ١٥ / ٠٣ / ٢٠١١

- بعد إختبار النموذج المركب تم التأكيد على إمكانية إستخدام النموذج المقترح يساعد في التنبؤ بمدى إقتراب وقوع أزمات إنهيار أسواق رأس المال ، بذلك يتم تحقيق الرقابة المطلوبة من قبل الجهات الرسمية .

توافقت هذه الدراسة مع دراسة الباحث في أنها طبقا على أزمات إنهيار أسواق رأس المال إلا أن هناك إختلاف في منهجية الدراسة حيث إعتمدت هذه الدراسة على مؤشرات محاسبية للشركات المدرجة بأسواق رأس المال الكويتي فقط ، أما دراسة الباحث فقد إعتمدث في التنبؤ المبكر بالأزمات المالية على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال و طبقت على أسواق رأس المال العربية .

٢. الدراسات السابقة الأجنبية :

أ - دراسة (GRACIELA L.Kaiminsky and CARMEN M.Rinhart , 1998)[1] بعنوان :

" the twin craises : the causes of banking and balance of payment problem"

- ركزت الدراسة على تحليل العلاقات بين أزمات البنوك و أزمات العملة و ذلك بعد حدوث أزمتي المكسيك ١٩٩٥ و جنوب شرق آسيا ١٩٩٧ ، حيث شملت الدراسة الفترة (١٩٧٠ - ١٩٩٥) ، طبقت على كل من الإقتصادات التالية : فنزويلا ، ماليزيا ، المكسيك ، بيرو ، الفلبين ، تايلاند ، تركيا ،أورجواي ، أندونيسيا إسرائيل ، الدنمارك ، فنلندا ، النرويج ، إسبانيا ، السويد ، الأرجنتين ، بوليفيا البرازيل ، شيلي ، كولومبيا .

---

(1) . GRACIELA L.Kaiminsky and CARMEN M.Rinhart , **the twin craises : the causes of banking and balance of payment problem** , November 1998 , available at: 27/03/2008
http://www.Imf.org/external/pubs/FT/WP

ـ مؤشرات الإندار المبكر للأزمات (المصرفية ، ميزان المدفوعات) هي : (مضاعف M2 ، نسبة الإئتمان المحلي للناتج المحلي الإجمالي ، سعر الفائدة الحقيقى ، الفرق بين معدل سعر الفائدة على الودائع و الإقراض ، نسبة M2 للإحتياطات الأجنبية ، الودائع في البنوك ، القطاع الخارجي ، ميزان الحساب الجاري بميزان المدفوعات ، قيمة الصادرات ، معدل التبادل التجاري ، سعر الصرف الحقيقي ، قيمة الواردات ، ميزان الحساب الرأسمالي بميزان المدفوعات قيمة الإحتياطات الأجنبية ، تباين سعار الفائدة الحقيقية ، أسعار الأسهم و السندات القطاع المالي و درجة تحريره) .

ـ أهم نتائج الدراسة : أن أزمات البنوك تؤثر على توقعات سعر الصرف الحقيقي و على ميزان المدفوعات ، كما أنه عندما تحدث أزمات البنوك مع أزمات العملة سويا تكون تداعياتهما أكبر لو أن كل أزمة تقع لحالها ، و وصلت الدراسة أن هناك إرتباط قوي بين أزمات البنوك و أزمات العملة بسبب التحرير المالي ، تبدأ أزمات البنوك قبل أزمات العملة .

إختصت هده الدراسة على موضوع نظم الإندار المبكر بأزمات أسعار الصرف (أزمات العملة) و قد طبقت على مجموعة من الإقتصادات منها إقتصادات متقدمة و أخرى إقتصادات ناشئة ، أما دراسة الباحث فقد إختصت بنظم الإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال و طبقت على الإقتصادات العربية .

ب - دراسة:(٢٠٠٦، VIRGINIE Coudert and MATHIEU Gex)[1] بعنوان :

Can risk aversion indicators anticipate "
" financial crises?

- ركزت الدراسة على إختبار مدى إمكانية الإعتماد على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق المال كمؤشرات قائدة للتنبؤ بنوعين من الأزمات المالية ، أزمات إنهيار أسواق رأس المال و أزمات إنهيار سعر الصرف للعملة الوطنية - أو مايعرف بأزمات العملة - ، حيث شملت الدراسة الفترة (مارس ١٩٩٥ - سبتمبر ٢٠٠٥) بالنسبة لأزمات العملة ، طبقت على ٢٠ إقتصاد مختلطة متقدمة منها و ناشئة ، أما أزمات إنهيار أسواق رأس المال فشملت فترة الدراسة (ديسمبر ١٩٩٥ - سبتمبر ٢٠٠٥) طبقت على ٢٧ إقتصاد منها من هي تابعة للأسواق المتقدمة و منها من هي تابعة للأسواق الناشئة .

- مؤشرات الإندار المبكر للأزمات (العملة ، إنهيار أسواق رأس المال) هي : (مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال و مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق النقد) ، و قد كانت منهجية الدراسة بحساب مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر و حساب العائد الحقيقي في كل من الأسواق المطبقة عليها و تم إختبار مدى ملائمة تلك المؤشرات للتنبؤ بكل من أزمات العملة و أزمات إنهيار أسواق رأس المال ذلك بالإعتماد على أسلوب التحليل الإحصائي الإنحدار اللوجستيكي ، و قد تم الإختبار على ثلاثة مراحل بالإعتماد على ثلاثة نماذج إحصائية للتقدير ، في

---

(1) . VIRGINIE Coudert and MATHIEU Gex , **Can risk aversion indicators anticipate financial crises?**, ٢٠٠٦ available at : 04/05/2010 http://www.independent.org/pdf/tir/tir_09_1_1_thornton.pdf

المرحلة الأولى تم التقدير بواسطة نموذج يعتمد على على العائد الحقيقي لكل من مؤشرات العامة بأسواق رأس المال ، و العائد الحقيقي للمؤشرات أسواق النقد بالأسواق المطبق عليها كمتغيرات مفسرة لوقوع كل من أزمات العلملة أو أزمات إنهيار أسواق رأس المال ، في المرحلة الثانية تم التقدير بواسطة نموذج يعتمد على كل من العائد الحقيقي و مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بكل من أسواق النقد و أسواق رأس المال كمتغيرات مفسرة لوقوع الأزمات المالية المدروسة ، في المرحلة الثالثة تم التقدير بواسطة نموذج يعتمد على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق النقد و رأس المال فقط كمؤشرات مفسرة لوقوع الأزمات المالية المدروسة وتتم المقارنة .

- أهم نتائج الدراسة : أن مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر تختلف فيما بينها من حيث قدرتها التنبؤية بأزمات العملة و أزمات إنهيار أسواق رأس المال إلا أنه على العموم تعتبر قدرتها التنبؤية جيدة لأزمات إنهيار أسواق رأس المال بالمقارنة مع قدرتها التنبؤية الضعيفة لأزمات إنهيار أسعار الصرف .

توافقت هذه الدراسة مع دراسة الباحث كون أنهما طبقتا على نوع أزمات إنهيار أسواق رأس المال ، و إعتمدتا على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال كمدخلات لنظم الإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال إلا أن دراسة الباحث أعتمدت فى حساب مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال على معدل عائد السوق و طبقت على أسواق رأس المال العربية أما هذه الدراسة فأعتمدت على معدل العائد الحقيقى و طبقت على مجموعة من الإقتصادات الناشئة و المتقدمة و بالإضافة لذلك إعتمدت هذه الدراسة على هذه المنهجية و طبقت كذلك على أزمات إنهيار سعر الصرف .

ج ـ دراسة : (٢٠٠٨ ، A. V. Ulyukaev and P. V. Trunin)[1] بعنوان :

"Application of a Signals Approach to the Development of Early Warning Indicators of Financial Instability in the Russian Federation"

ـ ركزت الدراسة على إختبار مدى إمكانية الإعتماد على منهج الإشارات كمنهج للتنبؤ بمدى الإستقرار المالي بالتطبيق على الإقتصاد الروسي على أساس ربع سنوي ، فالدراسة ترى أن إجراء الرصد المقترح يجعل من الممكن الكشف مقدما عن الإتجاهات غير الملائمة التي تهدد الإستقرار المالي للإقتصاد ، و بذلك إتخاد التدابير الآزمة قبل وقوعها ، وتم النجاح في حساب الخصائص الإحصائية لجميع المؤشرات المختارة ـ المقترحة في دراسات سابقة ـ بإستثناء الديون الخارجية و ديناميات الإنتاج الصناعي ذلك لعدم توفر البيانات الكاملة ، و صممت القيم الحرجة بتحليل البيانات خلال الفترة (جانفي ١٩٩٧ ـ ديسمبر ٢٠٠٦) .

ـ إذ جائت الدراسة لعرض أهم مناهج التنبؤ المبكر ببوادر عدم الإستقرار المالي ، و قيمتها على أساس مميزات الإقتصاد الروسي ، إذ إعتمدت الدراسة على منهج الإشارات لإختبار مدى إمكانية الإعتماد عليها لتوقع بوادر عدم الإستقرار المالي ، ذلك بالإعتماد على إشارات الإندار المبكر التي إقترحتها

---

(1) . A. V. Ulyukaev and P. V. Trunin , **Application of a Signals Approach to the Development of Early Warning Indicators of Financial Instability in the Russian Federation** , 2008 , available at: 28/06/2010http://www.springerlink.com/content/24l25v20548m8mk2/fulltext.pdf

دراسات سابقة وهدفت الدراسة بالأساس لإختبار مدى إمكانية الإعتماد على نهج الإشارات لتوقع بوادر عدم الإستقرار المالي بالإقتصاد الروسي في الربع الرابع من سنة ٢٠٠٧ .

ـ أهم نتائج الدراسة : بناءا على تحليل النتائج وجد أنه كل المؤشرات المستخدمة (رصيد الحساب الجاري المتوقع ، سعر الفائدة الحقيقي المعتمد في سوق مابين البنوك المتوقع ، نسبة عرض النقود إلى الإحتياطات الأجنبية ، معدل سعر الصرف الحقيقي للروبل ، نسبة القيمة الحقيقية للعرض النقدي الزائد للناتج المحلي الإجمالي الفارق بين أسعار الفائدة المحلية و معدل الفائدة المعتمدة مابين البنوك الأوروبية ـ الليبور ـ كنسبة مؤوية ، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي المتوقع ، معدل التبادل التجاري ـ أسعار برنت دولار للبرميل ـ ، نسبة الأموال الساخنة ـ مليار دولار ـ لإجمالي إحتياطي الذهب و العملات الأجنبية ٪ ، نسبة الصادرات ٪ نسبة الإئتمان المحلي ٪ ، الرقم القياسي لضغوط على سوق الصرف الأجنبي نسبة الودائع الآجلة ٪، نسبة الواردات ٪ ، مضاعف النقود ، معدل القروض إلى الودائع ٪ ، صافي تدفق رأس المال (مليار دولار) بإستثناء صافي تدفق رأس المال تسمح بتوقع ظهور بوادر عدم الإستقرار المالي ، ووجد أن التنبؤ بعدم الإستقرار المالي بواسطة منهجية الإشارات أكثر دقة من إستخدام التنبؤ بمعدل الأزمات المالية في الماضي ، و قد كانت نتائج التطبيق إنخفاض إحتمال ظهور بوادر عدم الإستقرار المالي بالنظام الروسي في الربع الرابع من سنة ٢٠٠٧ .

هذه الدراسة إختصت بدراسة موضوع الإندار المبكر بالأزمات الإقتصادية بصفة عامة و طبقت على الإقتصاد الروسي ، أما دراسة الباحث فأختصت بدراسة موضوع الإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال بالتطبيق على الإقتصادات العربية ، إلا أنه كان توافق بينهما فى منهجية الإختبار القياسى و هو نوع الإنحدار اللوجستيكى المناسب للإختبار .

محتويات الدراسة :

لإنجاز هذه الدراسة تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول تحتوي على مقدمة و خاتمة تتضمن نتائج و توصيات.

حيث يتناول **الفصل الأول** التأصيل النظرى لأزمة الأسواق المالية و أسبابها و تداعياتها و و سائل مواجهتها ، خصص المبحث الأول منها لتناول الأزمات المالية في الأسواق المالية ، مفهومها ، النظريات المفسرة لها، تطورها ، مظاهرها ، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة أسباب الأزمات المالية في الأسواق المالية ، و تناول المبحث الثالث تداعيات الأزمات المالية فى أسواق رأس المال و وسائل مواجهتها .

و خصص **الفصل الثاني** لدراسة تداعيات الأزمات المالية فى أسواق رأس المال العربية و أساليب الوقاية منها مع أخد الأزمة المالية لسنة ٢٠٠٨ نمودجا للدراسة ، حيث خصص المبحث الأول لمحاولة معرفة خصائص أسواق رأس المال العربية ، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة تأثير الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على أسواق رأس المال العربية و أساليب مواجهة تداعياتها ، في حين خصص المبحث الثالث لتوضيح أهم السياسات الإقتصادية للتحوط و وقاية الأسواق الناشئة لرأس المال من الأزمات المالية و تطبيقاتها على الإقتصادات العربية .

و **الفصل الثالث** الذي جاء بعنوان فاعلية نظم الإندار المبكر فى التنبؤ بحدوث الأزمات المالية عموما و فى أسواق رأس المال العربية خصوصا ، تناول في المبحث الأول أهمية و مناهج نظم الإندار المبكر بالأزمات المالية أما المبحث الثاني أهم التجارب الدولية لنظم الإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال و تقييمها ، أما المبحث الثالث سوف يتم محاولة إختبار مدى فعالية المنهج المقترح للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية.

الفصل الأول

التأصيل النظرى للأزمات المالية بالأسواق المالية و أسبابها و تداعياتها و وسائل مواجهتها

تمهيد:

أصبحت في الوقت الراهن لا تشكل هذه التدفقات (الرسمية) إلا نسبة ضئيلة من إجمالي التدفقات الرأسمالية للدول النامية ، ففي الفترة المعاصرة إن قيمة تدفقات رأس المال الخاص للدول النامية تجاوز بكثير قيمة التدفقات الرأسمالية الرسمية للدول النامية و يمكن القول بأن الزيادة في تدفقات رأس المال الخاص للدول النامية ، لم تأت إرتجالا بل نتيجت عن حدوث عدد من المتغيرات الدولية ، وقد أصطلح على الأسواق المالية بهذه الدول بالأسواق الناشئة (Emerging Markets) ، و التي ألمت بها أزمات مالية متتالية مند منتصف التسعينيات ، إلا أن ظاهرة الأزمات المالية لم تنحصر على إقتصادات الأسواق الناشئة فحسب بل ألمت كذلك بإقتصادات الأسواق المتقدمة ، و أن أزمة الرهون العقارية سنة ٢٠٠٨ لخير دليل على ذلك ، و بالتالي فقد وجدت ضرورة لتوضيح ماهية الأزمات المالية و أسبابها و جوانبها المختلفة ، هذا بالإضافة لضرورة معرفة مدى تداعيات الأزمات المالية على أسواق رأس المال و ماهى الخبرة الدولية لمواجهة هته التداعيات ، من أجل تحقيق الهدف من هذا الفصل تسعى الدراسة التعرض للنقاط التالية :

المبحث الأول : مفهوم أزمات أسواق المال و النظريات المفسرة لها و تطورها و أهم مظاهرها.

المبحث الثاني : أسباب الأزمات المالية في الأسواق المالية .

المبحث الثالث : : تداعيات الأزمات المالية فى أسواق رأس المال ووسائل مواجهتها .

المبحث الأول

مفهوم أزمات الأسواق المالية و النظريات المفسرة لها و تطورها وأهم مظاهرها

أولا : مفهوم الأزمات :

١- تعريف الأزمة : يوجد العديد من التعريفات للأزمة أدلى بها الخبراء و المتخصصون ، و عن هذه التعريفات ما يلي:

أ - يرى (سيد الهواري) الباحث في إدارة الأعمال أن الأزمة هي: " لحظة حادة مفزعة شديدة الألم محيرة في ظل دائرة خبيثة من عدم التأكد ، وقصور المعرفة واختلاط الأسباب بالنتائج ، وتداعي الأحداث بشكل متلاحق ليزيد من حدتها ومن درجة المجهود ، ويهدد الكيان وبالتالي إنهيار سمعة وكرامة كبار المديرين "(1).

ب - يعرفها آخرون على أنها : " عبارة عن خلل يؤثر تأثيرا ماديا على النظام كله ، كما أنه يهدد الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها هذا النظام" (2).

ج - و يرى كثير من الباحثين بأن الأزمة هي:"كل الأحداث والظروف والتغيرات التي تحدث فجأة ، وتصاحبها تهديدات معينة للأوضاع المستقرة الجارية للمجتمع مع عدم وجود وقت كاف لتجنب أو التعامل مع الأوضاع والظروف الجديدة المنافية للوضع السابق المستقر "(3).

---

(1) - سيد الهواري ، ماذا لو - إدارة الأزمات في أصول التشخيص والقياس والتخطيط والسيطرة ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص٤ .

(2)- محمد رشاد الحملا وي ، إدارة الأزمات تجارب محلية و عالمية ، الطبعة الثانية، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٩٥ ، ص٢٩.

(3) -عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، دبي، ٢٠٠٢، ص-ص، ٢٢ - ٢٣.

مما سبق يمكن القول بأن الأزمة هي حدوث لنتائج غير متوقعة وغير طبيعية ، لذا لابد من دراسة أسباب هذه النتائج وذلك لوضع الحلول المناسبة لها ، ومحاولة إستشرافها مستقبلا.

٢- خصائص الأزمة : من خلال تحليل التعريفات السابقة للأزمة يمكن إستخلاص خصائص الأزمة وهي تتمثل فيما يلي:

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أوالمعارضة لها .

- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد .

- نقص المعلومات وعدم دقتها .

- أن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة ومتصارعة.

- أنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر ،مما يضعف إمكانية سرعة معالجتها .

- إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجت عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهت الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال ، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.

- إن مواجهتها تستوجب خروجا من الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو النشاطات التي تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية ، كما تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يقدم بدرجة عالية من الإتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف

ذات العلاقة [1].

و عموما في ظل الأزمة فإن الأمور لا تسير في طريقها المعتاد أو المتوقع ويحدث فيها عدم توازن قد يؤدي إلى تغيير كبير في المستقبل ، لذلك يمكن أن نصف الأمر بأنه أزمة إذا كان [2]:

- تغيير حاد ومباغث في الظروف والقوى المؤثرة على عناصر الأزمة .

- وجود تهديد كبير وخطير للمصالح نتيجة تداعيات الأزمة ينذر بخسائر كبيرة.

- التلاحق السريع للأزمة ، بمعنى أنها تتطلب التدخل السريع لمواجهتها ، لأن الوقت في هذه الحالة يكون من ذهب ، فالتدخل السريع بإجراءات مناسبة يقلل من حدة الأزمة .

٣- مراحل تطور الأزمات : تمر الأزمة بأربعة مراحل يمكن تبيينها على النحو التالي(٣):

أ- مرحلة ميلاد الأزمة: في هذه المرحلة يكون شئ مبهم ينذر بموقف غير محدد المعالم أو الاتجاه أو الحجم أو المدى ، ويكون غموض لأسبابها وتأثيراتها ، ففي هذه المرحلة يمكن استكشاف كل المتغيرات التي يمكن أن تؤدي إلى الأزمة ، والمنظمة القادرة على توقع هذه المتغيرات أقدر على تجاوز الأزمات بسرعة و فعالية أكثر من غيرها ، ففعالية التعامل مع الأزمة في

---

(1)- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر ، الجزائر ، ٢٠٠٦ ، ص- ص ، ١٧٣ - ١٧٤ .

(2) - طارق عبد العال حماد ، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٩ ، ص١٧.

(3) - عماد صالح سلام ، مرجع سبق ذكره ، ص- ص، ٣٣ - ٣٩ .

هذه المرحلة تتوقف على اكتشاف إشارات الإندار المبكر بالأزمة ، في حالة عدم القدرة على التدخل في هذه المرحلة ، يتعين التحضير لمرحلة النمو والاتساع.

ب- مرحلة النمو والاتساع : عند الإخفاق في التعامل مع الأزمة في المرحلة السابقة وعدم احتوائها ، فإنها تنمو وتزيد تهديداتها المتسارعة ، فتزداد الضغوط المتتالية ، في هذه المرحلة ينبغي على متخذ القرار التدخل من أجل إفقاد الأزمة روافدها المحفزة والمقوية لها ، و ذلك عن طريق استقطاب عوامل النمو الذاتي التي حركت الأزمة ، وعزل العناصر الخارجية المدعمة لها .

ج - مرحلة انفجار الأزمة : في هذه المرحلة تصل الأزمة إلى أقصى قوتها وعنفها ، فيصعب حصرها وقياس حجمها، ومواجهتها تقتضي درجة استجابة سريعة وفعالة للظروف والمتغيرات المتسارعة المسببة لها ، وحصر طبيعة الأخطار حتى يمكن تحديد نوعية الإجراءات اللآزمة للتخفيف من أضرارها والتقليص من حدة آثارها.

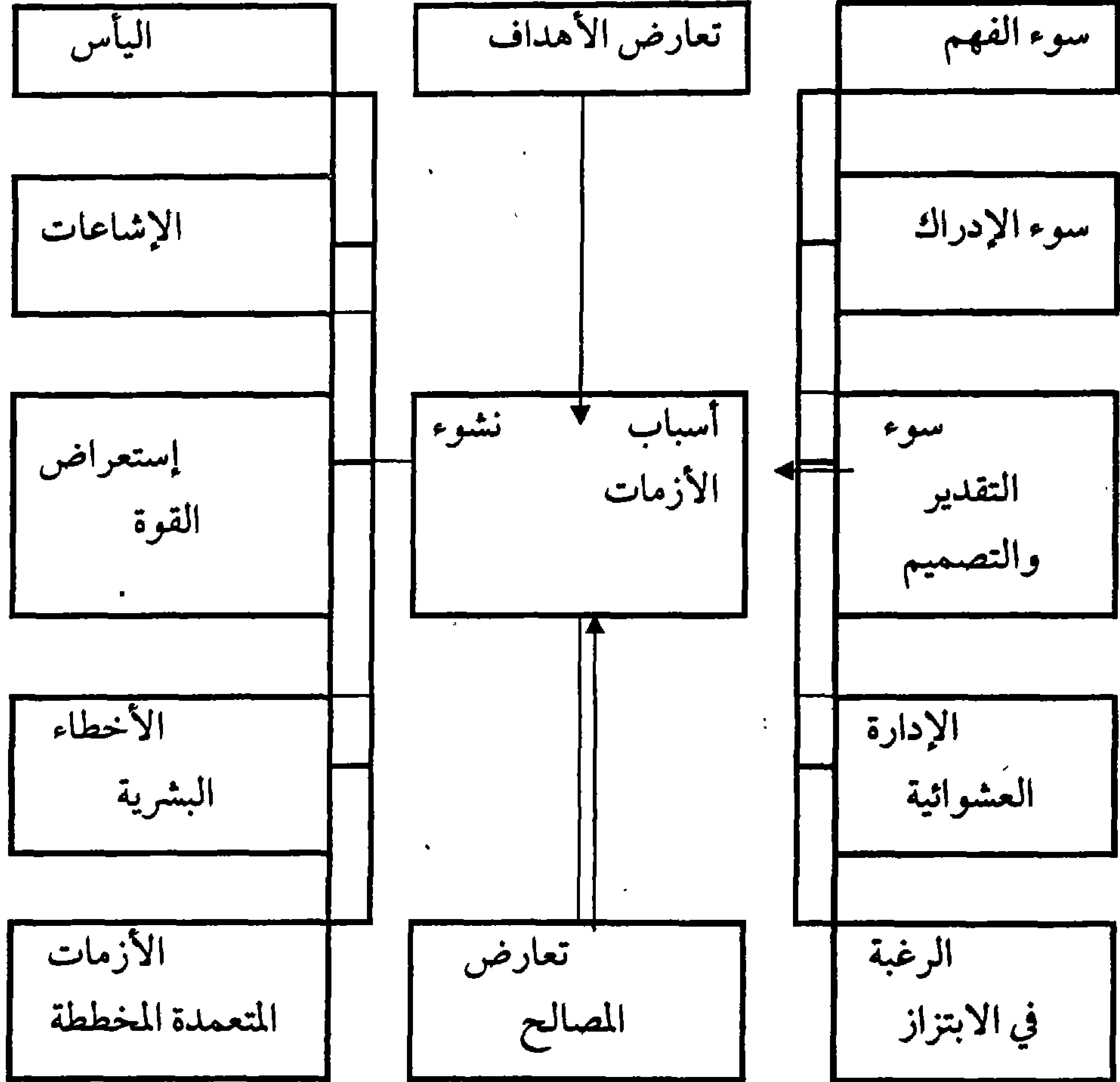
د- مرحلة انحسار الأزمة وتقلصها :في هذه المرحلة تفقد الأزمة جزءا من قوى الدفع المولدة لها والعوامل المحركة ، ومن ثم تبدأ في مرحلة الانحسار والتقلص ، إلا أن بعض الأزمات تتجدد لها قوة الدفع إلا أنها تمر بهذه المرحلة .

هـ- اختفاء الأزمة : عندما تفقد الأزمة بشكل كامل قوى الدفع المولدة لها ، أو لعناصرها والعوامل المحركة لها ، وينبغي حينها على النظام أو المنظمة التي حدثت فيها ،أن تقوم بإعادة التوازن إلى حالته قبل الأزمة ، أو على نحو أفضل ، واتخاذ التدابير الوقائية اللآزمة للحيلولة دون وقوع أزمات مماثلة في المستقبل أو التخفيف من حدة أضرارها .

٤ ـ أسباب نشوء الأزمات : في الحقيقة تتعدد أسباب الأزمات وتختلف حسب طبيعة كل أزمة ، يمكن توضيح أسباب نشوء الأزمات بالشكل التالي :

شكل رقم :(١)

شكل توضيحي لمجمل أسباب نشوء الأزمات



المصدر : محسن أحمد الخضيري ، إدارة الأزمات منهج اقتصادي إداري متكامل لحل الأزمات، مكتبة مدبولي القاهرة ، ١٩٩٠ ، ص٤٠.

فأسباب الأزمات المالية يمكن أن ترجع إلى أحد الأسباب المبينة أو لتداخل تلك الأسباب.

ثانيا : مفهوم الأزمات المالية في الأسواق المالية وتصنيفها :

يوجد العديد من التعريفات للأزمات المالية وفيما يلي يتم عرض أهمها:

١- تعريف الأزمة المالية أنها: " مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار – خاصة مشاكل السيولة والإفلاس – بين معظم المشاركين في الأسواق المالية و/ أو تسمح بالتدخل الرسمي لكبح جماح هذه النتائج والسيطرة عليها ، ويجب في هذه الحالة أن التمييز بين أزمات العملة والأزمات المصرفية أو حدوث الاثنين معا "[(1)].

٢ - عرفها آخرون بأنها : " حالة اضطراب أو توتر مالي يفضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة أوإعسار، مما يستدعي تدخل السلطات القوامة لإحتواء تلك الأوضاع ، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة مديونة أو أزمة عمله أو أزمة مصرفية ، وقد تنطوي أزمات العملة على اضطراب السلطات بعد استنزاف إحتياطي النقد الأجنبي تحت وطأة الأحداث إلى تغيير سعر التعادل (Parity) أو التخلي عن السعر المربوط (Peg)، كما تنطوي الأزمة المصرفية على التدافع نحو المصارف لسحب الودائع أو انهيار بعض البنوك أو وقف صرف الودائع لطالبيها، مما يقتضي تدخل السلطات لتنفيذ برامج لدعم وإعادة هيكلة البنوك المتعثرة بتمويل من الخزانة العامة ،

---

(1) - أمير الفونس عريان حنا ، تصميم نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية في مصر بالاسترشاد بالأزمة الآسيوية والروسية ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة قسم الاقتصاد ، جامعة عين شمس ، القاهرة ، ٢٠٠٣ ، ص٧.

وعادة ما يطالب صندوق النقد الدولي الدولة المأزومة بتطبيق إجراءات للإصلاح ، مقابل ترتيب مساندة دولية لإنقاذ الأوضاع "(1).

٣ ـ تعريف (MISHKIN ، ١٩٩٦) و هو يعرف الأزمة المالية هي : " إختلال غير خطي في الأسواق المالية بحيث تتفاقم فيها مشكلات الاختيار المعاكس والمخاطر المعنوية فيصبح السوق غير كفء، بمعنى انخفاض قدرتها على أداء دورها كقناة لتمويل المستثمرين وهو ما يؤدي إلى حدوث انكماش حاد في النشاط الاقتصادي " (2)، و يعد هذا التعريف من أبرز التعاريف للأزمة المالية.

و قد تؤدى المعلومات غير المتماثلة Asymmetric information إلى حدوث أزمات مصرفية وأزمة الدين و أزمات متعلقة بتدهور أسعار الأصول في أسواق رأس المال (3)، و القصد من أزمة الدين Debit crises عجزأوعدم قدرة المؤسسات و الأفراد على سداد التزاماتهم للبنوك التجارية بما قد يؤثر على ميزانياتها ، فقد تكون أزمة دين داخلية (محلية) أو خارجية (دولية) ، مما قد يؤدي إلى حدوث أزمة مصرفية نتيجة للإنخفاض إيراداتها والتي قد تؤثر في بعض الأحيان على قدرتها في منح الائتمان.

ومن خلال مراجعة تاريخية للأدبيات يمكن تعريف الأزمات المالية: " بسلسلة من التقلبات في أسواق المال قد تكون مصحوبة بمشاكل واضحة في السيولة والعسر المالي بين المشاركين في سوق المال ينتهي بتدخل حكومي

---

(1) ـ جودة عبد الخالق ، الأزمة المالية العالمية أزمة نظام لا أزمة سياسات ، مجلة السياسة الدولية ، المجلد ٤٤ العدد ١٧٥ ، مؤسسة الأهرام ، القاهرة ، يناير ٢٠٠٩، ص ١١٧.

(2)- GERARD Capiro, **banking on crises Lessons learned from recent financial crises** ,development research group , the world bank , USA , june1998, p3.

(3) - GOETY VON Peter , **asset prices and banking distress a macro economic approach** , bank for international settlements , Basel , October , 2004,p-p, 1-2 .

لاحتوائها " (١).

أن التعريف الذى تعتمد عليه الدراسة هو أن الأزمات المالية هي نوع من الاضطراب المالي بالأسواق المالية والذي يفضي إلى أخطار عدم السيولة والإفلاس للمؤسسات الفاعلة في الأسواق المالية ، وهو ما يتطلب التدخل الفعال الرسمي في الوقت المناسب لكبح هذه النتائج.

هناك العديد من التصنيفات للأزمات المالية ، فبعض الاقتصاديين يرى بأن الأزمات المالية التي تتعرض لها الإقتصادات يمكن تصنيفها إلى ما يلي(٢):

ـ أزمات عينية : وهي أزمات مالية تتعلق بسوق السلع والخدمات العينية (الاقتصاد العيني أو الحقيقي) ، و التى تكون بسبب وجود طاقات عاطلة نتيجة نقص مستلزمات الإنتاج ، فمثلا عند تدهور محصول رئيسى يؤدى للأزمة فى مدخلات الإنتاج و من تم لايمكن مواجهة طاقات الإستهلاك ، ومن تم لابد من تغطية العجز عن طريق الإستيراد والتي يوضحها الميزان التجاري للدولة حيث يتم تبين مقدار الصادرات مقابل الواردات، فعندما يكون العجز التجاري للدولة سوف تضطرللسعي وراء زيادة صادراتها من خلال زيادة الإنتاج العيني للسلع والخدمات، فإذا لم تنجح في هذا و يتزايد العجز سنة بعد أخرى،ينتج من هذا تزايد مستمرفي ديونها الخارجية، ربما تصل لحد التوقف عن السداد لهذه الديون، فتكون أمام أقسى

---

(١)- نجوى عبد الله سمك ، أسواق المال العربية و تحديات المرحلة المقبلة ، مداخلة في مؤتمر:

- rising to the challenge international crisis and economic management in Egypt

, center for economic and financial research and studies , faculty of economics and political science in collaboration with :united states agency for international development (us aid) , Egypt , 2004,p412.

(٢)- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، ٢٠٠٩ ، ص–ص ، ٢٤–٢٦ .

الأزمات التي يمكن أن تقع فيها.

أما عن نقص الصادرات خصوصاً في الدول النامية، فيرجع إلى ما يطلق عليه (دورة الأعمال ، business circle) في الدول الصناعية المتقدمة، فعند فترات النمو العالي ، أي فترات التوسع بالدول المتقدمة يزيد الطالب على السلع الأولية من الدول النامية وبالعكس في فترات الركود يقل هذا الطالب وبذلك تقل صادرات الدول النامية وبالتالي تعجز عن استيراد ما تحتاج إليه من سلع ضرورية، وهذا كما حدث في الأزمة البترولية سنة ١٩٧٣، عندما تسبب إرتفاع أسعاره في تراكم الديون لدى الإقتصادات النامية غير البترولية.

- **أزمات نقدية:** تحدث بسبب زيادة تكلفة الإئتمان وزيادة معدل الفائدة على القروض المحلية والخارجية التي تحصل عليها الدولة أو المؤسسة ، وتزيد من تعقيدها عندما تكون معدلات الفوائد على القروض متغيرة ، على العكس عندما تكون ثابتة تكون المخاطرة محسوبة ، ففي حالة كون أن معدل الفائدة متغير فإن أي زيادة في معدل التضخم يؤثر سلباً على قدرة الدولة أو المؤسسة المدانة على السداد، وهنا تنشأ الأزمة المالية.

إذ أن إرتفاع معدل التضخم للعملة المحلية يؤدي إلى إنخفاض قيمتها في مواجهة العملات الأجنبية وبالتالي تكون تكلفة الدين الخارجي بالنسبة لها كبيرة مما ينبئ بقرب حدوث أزمة ، ومن جهة أخرى قد تضع الدول المتقدمة قيوداً على الإقراض للدول النامية،وذلك بسبب نقص قدرتها على السداد، فتواجه الدول النامية نقصاً في السيولة ، في الوقت الذي تجد نفسها ملزمة بسداد مديونيتها الخارجية بالعملات الحرة الأجنبية ، بذلك تكون في صدد نوع من الأزمات النقدية.

كما أن صندوق النقد الدولي صنف الأزمات المالية الدولية إلى [1]:

. أزمات العملة **Currency crises**: تحدث أزمة العملة عندما يقع هجوم على قيمة العملة المحلية عن طريق المضاربة speculative Attack، وبذلك يكون تخفيض في قيمة العملة Devaluation، هذا ما يحتم على السلطات النقدية إلى إستنزاف نسبة كبيرة من احتياطاتها النقدية الدولية أو رفع أسعار الفائدة للحفاظ على قيمة عملتها المحلية ، وفي هذا الصدد فقد قدرت الدراسات التخفيض في قيمة العملة الذي يمكن القول بوجود أزمة بنسبة تزيد عن ٣٥% على مدار سنة كاملة[2].

. الأزمات المصرفية **Banking crises** : تشير الأزمة المصرفية إلى وضع تؤدي فيه التعثرات و المشاكل الفعلية التي تعاني منها البنوك إلى العجز عن السداد لإلتزاماتها وذلك في حالة نقص السيولة ، أو إنخفاض أصول البنك عن خصومه، ويمكن أن تتسع الأزمة المصرفية لتشمل النظام المالي ككل.

. الأزمات النظامية أوالشاملة أو الهيكلية **systemic crises financial**: وتحدث عند تعثر أو إنهيار في أسواق المال ، وبذلك لا يؤدي السوق المالي دوره بشكل فعال، قد تؤدي إلى آثار سلبية خطيرة على الاقتصاد الحقيقي.

---

(١)- هبة محمود الطنطاوي الباز، الأزمات المالية المعاصرة الأسباب العلاج الدروس المستفادة. دراسة مقارنة ، أطروحة دكتوراه غير منشورة كلية التجارة قسم الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠٠٨ ، ص.ص، ٤٠-٤١ .

(٢)- علياء البسيوني ، مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الإقتصادات المتنوعة مجلة التنمية و السياسات الإقتصادية ، المجلد الثاني عشر العدد الثاني ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، يوليو ٢٠١٠ ، ص ١٢.

. أزمة الديون الخارجية Foreign debit crises : وذلك عندما تكون الدولة في حالة عجز عن خدمة أعباء ديونها الخارجية من فوائد وأقساط سواء كان الدين رسمياً أو تجارياً.

إذ تبرز العلاقة بين أنواع الأزمات المالية من خلال كونها تكون نتيجة لمجموعة من الإضطرابات المالية بالنظام المالي وإضطرابات على مستوى الإقتصاد الكلي، و في بعض الأحيان قد تجتمع في آن واحد عوامل الأزمات المصرفية وأزمات العملة وأزمات الديون الخارجية ، مثل ما حدث في أزمة جنوب شرق آسيا سنة ١٩٩٨.

فقد تشتد حدة الأزمة المصرفية بحيث تلحق أضرار بالجهاز المصرفي كله ، وتلحق إضطرابات* في الأسواق المالية بحيث تؤدي من خلال إضعاف قدرة هذه الأسواق على العمل بصورة فعالة ، إلى آثار مناوئة كبيرة على الاقتصاد الحقيقي، كما أنه قد تنطوي الأزمة المالية المرتبطة بالجهاز المصرفي على أزمة العملة ، غير أن أزمة العملة لا تنطوي بالضرورة على إختلال خطير بالجهاز المصرفي [1].

---

* - لاتعتبر كل الإضطرابات المالية التي تؤدى إلى هبوط أسعار الأصول و خسائر في الثروات التى تلحق بقطاعات أو كيانات إقتصادية معينة - مثل الإضطرابات المصاحبة لإنهيار أسعار العقارات عقب فترة من الرواج أو من الإرتفاع الخيالي في أسعار الأصول - أزمات مالية حقيقية ، فالإضطرابات المالية التي لاتمس آلية المدفوعات و لاتؤدي إلى عواقب ضارة بالنشاط الإقتصادي ، تعرف بأنها أزمات مالية كاذبة .

(١)- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، سلسلة دراسات اقتصادية ومالية عالمية، واشنطن، مايو١٩٩٨، ص ٩١.

فضلاً عن ذلك ، فإن ما يبدأ على شكل معين من أشكال الأزمات قد يتحول فيما بعد إلى أشكال أخرى و كثيراً ما جاءت الأزمة المصرفية قبل أزمات العملة ، كما قد تأتي الأزمات المصرفية قبل أزمات الديون ، و يحدث العكس في حالات أخرى ، نجد في حالة أزمة جنوب شرق آسيا بدأت على شكل أزمة عملة لتتطور إلى أزمة مصرفية وأزمات ديون بعد فترة ، غير أن ترتيب وقوع الأزمات المختلفة بحيث تأتي واحدة قبل الأخرى لا يشير بالضرورة إلى وجود علاقة سببية تربط بين أنواع الأزمات [1].

وحول مدى إرتباط الأزمات المصرفية بأزمات العملة و جدت دراسة (محمود عبد الحافظ محمد عبد الله ، ٢٠٠١)[2] ، جملة من النقاط يمكن توضيحها في الآتي:

- كل من الأزمة المصرفية وأزمة العملة ، قد تنشأ نتيجة لنفس الأسباب أو أن أحد النوعين قد يستحث ظهور الأخرى وقد وجد من خلال إستعراض الأزمات في الربع الأخير من القرن العشرين حدوث الأزمات المصرفية و أزمات العملة في إقتصادات مختلفة في نفس الوقت تقريباً وفي بعض الحالات كان حدوث الأزمات المصرفية قبل أزمات العملة أكثر من حدوثها بعدها.

- عند تحديد توقيت الأزمات على أساس سنوي ، تبين أن الأزمات المصرفية قد سبقت أزمات العملة بسنة واحدة في ١٣ حالة ، وسبقتها بسنين في ١٠ حالات أخرى، كما تزامنت الأزمات في ١٢ حالة أخرى، وقد سبقت أزمات العملة الأزمات المصرفية بعام واحد ٧ مرات فقط وسبقتها بعامين ٤

---

(١)- المرجع السابق، ص ٩٢.

(٢) - محمود عبد الحافظ محمد عبد الله ، مدى أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية مداخلة مقدمة في المؤتمر السنوي السادس لإدارة الأزمات الاقتصادية في مصر والعالم العربي ، كلية التجارة جامعة عين شمس، القاهرة ،٢٧ ـ ٢٨ أكتوبر ٢٠٠١، ص ـ ص ، ٧٣ـ٧٤.

مرات وهذه الاستنتاجات ، إن كان لها مغزاها فيجب تفسيرها بحذر نظراً للمصاعب التي ينطوي عليها تحديد تاريخ بداية الأزمات المصرفية ، توصلت الدراسة في النهاية إلى أن للأزمات المصرفية دلالة إحصائية في المساعدة على التنبؤ بأزمات العملة والعكس غير صحيح .

كما أثبتت دراسة (سيد إبراهيم عبد الفضيل ، ٢٠٠٦) [1] ، لعينة من ١٥ دولة خلال الفترة (١٩٨٠ ـ ٢٠٠٢) ، وجود علاقة موجبة بين أزمة السيولة بالبنوك و أزمة العملة، كما أن أزمة العملة هي التي تؤدى إلى مزيد من أنواع الأزمات الأخرى وخاصة أزمات إنهيار أسواق رأس المال ، ولذلك فإن إدارة سعر الصرف ضرورية لتجنب الأزمات ، .فعلى صانع السياسة أن يأخد في إعتباره التغيرات فى خصائص تلك الأزمات وعليه بالإعدادات اللآزمة للقضاء أو التقليل من مخاطر تلك الأزمات.

ثالثاً ـ النظريات المفسرة للأزمات المالية :

تعددت النظريات المفسرة لحدوث الأزمات المالية ، إذ تختلف من حيث نوع هذه الأزمات أو حسب جدتها وتأثيرها ومداها الزمني ، فمنها ما قد ينتج عن ذعر مصرفي الذي بدوره يترتب عليه كساد أو الإنكماش في النشاط الاقتصادي ، بينما في أحيان أخري قد يكون السبب انهيار حاد في أسواق الأسهم خاصة بعد وجود فقاعة(bubble) في أسعار بعض الأصول ، أو بسبب أزمة عملة ـ انهيار سعر الصرف ـ مما ينتج عنه عددا من الآثار السلبية على المسار التنموي للإقتصاد القومي ، إذ وجد الباحث جملة من تلك النظريات يمكن توضيحها في مايلي :

---

(١)- سيد إبراهيم عبد الفضيل ، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصرى في ظل عولمة الأسواق الصاعدة ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٨٣ السنة السابعة و التسعين ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والتشريع و القانون و الإحصاء ، القاهرة ، يوليو ٢٠٠٦، ص ٣٥٨.

١ ـ **نظرية عدم قابلية العجز الخارجي للإستمرار:** يرجع أصحاب هذه النظرية أسباب الأزمات المالية إلى أن عجز حساب المعاملات الجارية خلال السنوات الأخيرة قبل حدوث الأزمة المالية غير قابل للإستمرار، ذلك نظرا لأن حجم هذا العجز كبيرا، في هذه الحالة يجب على السلطات أن تقوم بتغييرات في سياستها الاقتصادية وذلك من خلال التأثير على سعر الصرف [(١)].

٢ ـ **نظرية الصدمات غير العشوائية :** يرجع أصحاب هذه النظرية أسباب الأزمات المالية إلى الصدمات الداخلية و الخارجية غير المواتية التي تواجه الإقتصاد ككل [(٢)].

٣ ـ **نظرية انحراف السياسات الإقتصادية :** يرى أصحاب هذه النظرية أن سبب الأزمات المالية هو انحراف للسياسات الإقتصادية ، سواء تعلق الأمر بالسياسة النقدية أو المالية أو التجارية أو الإئتمانية أو الإستثمارية ، قد تكون توسعية و أن حاجة الإقتصاد هي سياسة إنكماشية أو العكس ، فالأزمات المالية تأتي إنعكاسا لتراخي الآداء الإقتصادي الكلي نتيجة إتباع سياسات إقتصادية غير ملائمة مثل هذه الإنحرافات تساهم بدور رئيسي في حدوث تلك الأزمات المالية [(٣)].

يوجد إتجاهين آخرين لتفسير إستجابة الأسواق خلال الأزمات المالية هما:

---

(1) ـ نبيل حشاد ، إدارة الأزمات المالية ، مداخلة مقدمة في فعاليات المؤتمر السنوي الثاني لإدارة الأزمات و الكوارث ، وحدة بحوث الأزمات ، كلية التجارة جامعة عين شمس ، القاهرة ، ٢٥ ـ ٢٦ أكتوبر ١٩٩٨، ص ٢٣ .

(2) ـ نفس المرجع السابق، ص ٢٤.

(١) ـ نفس المرجع السابق ، ص ٢٤.

. الإتجاه الأول: يرى بأن الأزمة تكون نتاج لسلوك مضاربي تدفع الأسواق للإنهيار .

. الإتجاه الثاني : يرى بأن الأزمة تكون نتاج لرشادة المتعاملين في السوق المالي وهي مجرد إستجابة السوق لتوقعات رشيدة .

يمكن بلورة هذين الإتجاهين في النظريتين التاليتين :

٤ . **نظرية غليان المضاربة** : تفسير الأزمة حسب هذا المفهوم يعتمد علي نظرية (Malkiel) [1]، جوهر هذه النظرية يتركز على ما أسماه بنظرية تزايد الغباء (Greater Fool theory) ، أي أن الارتفاع في أسعار الأوراق المالية يكون نتيجة لوجود مستثمر أكثر غباء يرغب في الشراء لاعتقاده أن الأسعار ترتفع ويحقق مكاسب في حين أن الأسعار لا تمثل السعر الحقيقي للورقة المالية ، أي وجود فقاعه في أسعار الأوراق المالية ، فيستمر هذا الوضع حتى يتم إنفجار الفقاعة فتنهار أسعار الأوراق المالية في السوق .

٥ . **نظرية التوقعات الرشيدة** : لنفرض أن الأسواق المالية تتسم بالكفاءة ، فيمكن تفسير الأزمة المالية اتساقا مع السلوك الرشيد للمستثمرين المشاركين في السوق ، إذ قدم (Leland) ثلاثة أفكار أساسيه لتفسير الأزمات المالية اعتمادا علي التوقعات الرشيدة للمشاركين فى السوق وهي كما يلي [٢]:

(1) - عمر عبد الحميد سالمان ، هيكل معدلات الفائدة في الأسواق المالية الدولية وأثره علي الاندماج المالي الدولي ، أطروحة دكتوراه في فلسفة التجارة الخارجية غير منشورة ، كلية التجارة وإدارة الأعمال قسم التجارة الخارجية جامعة حلوان ، القاهرة ، ١٩٩١، ص.ص ، ١٤٥ .١٤٦ .

(2) - المرجع سابق الذكر ، ص.ص ، ١٤٦-١٤٨ .

أ- نموذج الأخبار السيئة **Bad news Model** : يعتمد هذا النموذج علي فرضية كفاءة الأسواق ، بذلك فإن سعر الأصل المالي في السوق يكون نتيجة جملة المعلومات المتاحة في لحظة معينة ، بذلك أي أخبار سيئة تؤدي إلي إنهيار مفاجئ في مؤشر البورصة.

ب- نموذج خطر الفشل **Fear of Market failure**:
أي تعم المخاوف لدي المتعاملين في السوق من إحتمالات فشل ميكانيزم السوق نفسة ، بالتالي تزيد أوامر البيع فتنهار الأسعار.

جـ - نموذج المغالاة في التغطية **Excess Hedging** :إذ أن فى أسواق الخيارات والمستقبليات توجد إستراتيجية تأمين الحافظة ، ففي حالة إنخفاض أسعار الأوراق المالية تزيد طلبات التغطية والمغالاة في عمليات التغطية تكون كفيلة بأن تقود السوق بعد حد معين إلى إنهيار الأسعار إستجابة لرشادة توقعات المشاركين فى السوق.

٦ . نظرية مينسكاي **theory of Minisky**: وتشير الأدبيات الإقتصادية الى الجدل الدائر حول إلقاء ظلال المسؤولية على النظام الرأسمالي نفسه ، إذ أن القطاع المالي في الإقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة ودرجتها تختلف حسب المرحلة التي يمر بها الإقتصاد من مراحل الدورات الإقتصادية .

نظرية مينسكاي تفسر الازمات المالية بالنظام الرأسمالي ، فأي إقتصاد يمر بمراحل الدورة الإقتصادية ففي مرحلة النمو تحصل الشركات على تمويل كاف للتوسع وتنتقل عدوى التفاؤل بعد ذلك للقطاع المالي، ويتم التوسع في منح الإقراض دون تحوط كاف، فبذلك يكون الإقتصاد قد تحمل خطر معنوي في نظام الإئتمان ، في حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان إقتصادي كبير ينتشر الإحساس بالخطر ، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الإقتصادية على سداد إلتزاماتها وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن

ضخ الأموال في الإقتصاد حلها [1].

٤ - نظرية المباريات **Game theory** : من التفسيرات الحديثة للازمات المالية ما طرحتة نظرية المبارايات ، تحت ما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية ، إذ أكدت أدوات التحليل الإقتصادي وجود علاقة موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الإقتصادية ، فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الإتجاه الذي يتوقع أن يتخذوه باقي المستثمرين ، أي أن قرار شراء أصل مالي معين بناءاً على أن قيمته ستزداد ويتم توليد دخل مرتفع ، بينما في أحيان أخري قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه إتخاذ المستثمرين الآخرين نفس القرار و حينئذ تبدو الصورة مختلفة .

كما أكدت بعض النماذج الرياضية التي أستخدمت لتحليل أزمات العملة [2] - مثل نموذج Paul Krugman للجيل الأول من هجمات المضاربة و الذي طور لاحقاً إلي الجيل الثاني من نماذج هجمات المضاربة - ذلك السلوك فعلى سبيل المثال نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، لكن قد يحدث له إنهيار سريع بمجرد وجود عوامل قد تتسبب في توقع الآخرون إنخفاض سعر الصرف ومن ثم يبدأ سعر الصرف في الإنخفاض وربما الانهيار فعلاً .

---

(1) - نبيل حشاد ، الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ : الإنعكاسات على الإقتصاد العالمي و الإقتصاد العربي ، الطبعة الأولى، الإتحاد العام لغرف التجارة و الصناعة و الزراعة للبلاد العربية ، بيروت ، ٢٠٠٨، ص - ص ، ٢٧-٢٨.

(2) - لمزيد من التفصيل في الموضوع أنظر ، سي بول هالوود و رونالد ماكدونالد ، النقود والتمويل الدولي ، تعريب محمود حسن حسني مراجعه ونيس فرج عبد العال ، دار المريخ للنشر، الرياض ، ٢٠٠٧ ، ص-ص ، ٤٥٤-٤٦٦.

رابعا : تطور ظاهرة الأزمات المالية على مستوى العالم و تجربة أسواق رأس المال العربية في الأزمات المالية :

بالرغم من صعوبة تأثير الأزمات المالية التي وقعت في حقبة التسعينات و أوائل هذا القرن و الخسائر التي نتجت عنها ، فإن الأزمات المالية ليست ظاهرة حديثة وإنما هي ظاهرة قديمة نسبياً.

١ - إستعراض لتطور ظاهرة الأزمات المالية على مستوى إقتصادات العالم : يمكن توضيح ذلك من خلال استعراض موجز على أبرز الأزمات المالية منذ القرن الثامن عشر كما يلي [1]:

- في ديسمبر ١٧٢٠ كانت أزمة مالية في بريطانيا بسبب مخاوف كانت نتيجتها إفلاس شركة "بحور الشمال" وبنك "لور" البريطاني.

- في سنة ١٨١٢ واجه النظام الرأسمالي أول أزمة مالية، و كان ذلك بسبب نقص في المخزون السلعي.

- خلال عهد الخديوي إسماعيل (١٨٦٣ - ١٨٧٩) شهدت مصر أزمة مالية بسبب التوسع في النشاط الزراعي والصناعي وانتشار الفساد مما دفعه إلى الاستدانة من الخارج، وعند عجزه عن سداد عجل هذا بحوث أزمة مالية كبرى سمعت بتدخل أجنبي.

- في سنة ١٨١٢ كان انهيار بنك الاتحاد العام الفرنسي سبب في إفلاس العديد من البنوك الإتحاد العام الفرنسي سبب في إفلاس العديد من البنوك وإهتزام بورصتها ليون وباريس، وحلت بفرنسا أزمة مالية كبرى عجلت بأزمة إقتصادية، وحلت بفرنسا أزمة مالية كبرى عجلت بأزمة إقتصادية كما أنه في

---

(١)- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق دكره ، ص.ص ، ٢٦ - ٢٩ .

سنة ١٩٢٩ كانت الواقعة الاقتصادية الشهيرة بإنهيار بورصة وول ستريت، وبذلك بدأ الكساد الكبير بالإقتصاد الأمريكي وإمتد لبقية اقتصادات العالم وبالأخص الاقتصادات الأوروبية.

- كما أنه في سنة١٩٨٧ إنهارت بورصة وول ستريت ، وخسر مؤشر داوجونز ٢٢.٦٪ في يوم واحد،بذلك عجل هذا في إرتباك أغلبية أسواق رأس المال العالمية.

- قد تعرضت المكسيك لأزمة مالية سنة ١٩٩٤،أدت إلى إنهيار قيمة البيزو، حتى بلغ معدل التضخم بها معدلات مرتفعة جدا .

- في سنة ١٩٩٧ تعرضت إقتصادات جنوب شرق أسيا لأزمة مالية تعتبر أشد أزمة في عقد التسعينات.

- قد حلت بالنظام المالي الروسي أزمة مالية في أغسطس ١٩٩٨، وهي أزمة عملة إذ إنخفضت قيمة الروبل بـ ٦٠٪ من قيمته خلال أحد عشرِ يوم ، قد ارتبطت في جزء منها بالأزمة الآسيوية.

- كما حلت أزمة مالية بالبرازيل سنة ١٩٩٩، وهي أزمة عملة أيضا .

- في سنه ٢٠٠٠ كانت أزمة مالية من نوع أزمات انهيار أسعار الأصول المالية بانفجار فقاعة التكنولوجيا ، تسببت في تراجع كبير في مؤشر ناسداك بـ٢٧٪ خلال أسبوعين فقط .

- كانت سنة ٢٠٠١ واقعت اعتداءات " سبتمبر" سببت في إقفال بورصة نيويورك لمدة أسبوع ، فقد سجل مؤشر داوجونز أكبر تراجع له في تاريخه بلغ ٦٨٤٨١ نقطة بما يعادل ٧.٣٪.

- في سنة ٢٠٠١ تعرضت كلا من الأرجنتين ، وتركيا لأزمات مالية تمثلت في أزمتي عملة وإن كانت مصاحبة لها أزمات مصرفية .

- شهدت سنة ٢٠٠٢ عمليات تزوير في حسابات شركة الطاقة الأمريكية "أنرون" وشركة الاتصالات الأمريكية " وورد كوم " كانت سبب في إهتزاز أسواق رأس المال في العالم ، خاصة في الإقتصادات الصناعية بمعدلات مختلفة بلغت نسبتها ٤٣.٩٪ في بورصة فرانك فورت بألمانيا ، ٣٣٪ في بورصة باريس و ٢٤.٨ في بورصة لندن.

- في ٢٠٠٧ تعرض الإقتصاد الأمريكي لأزمة مالية أطلق عليها أزمة الرهون العقارية ظهرت بسبب إتساع حالة تعثر القروض العقارية ، أثر ذلك على إفلاس العديد من البنوك المانحة لتلك القروض العقارية ، ثم إنتشرت تلك الأزمة لتشمل كل النظام المالي الأمريكي ، لتنتقل عدواها إلى باقي الإقتصادات على مستوى العالم .

لكن ظاهرة الأزمات المالية أخذت في التسارع والإتساع منذ إنهيار نظام أسعار الصرف الثابتة الذي كان قائما وفقا للاتفاقية "بريتون وودز"، والدخول في مرحلة التعويم الجماعي للعملات بعد أن تخلت الدول الصناعية الكبرى نهائيا عن هذا النظام وفقا لاتفاقية جامايكا ١٩٧٦ ، فمنذ ذلك التاريخ تعرض النظام المالي العالمي إلى عدة أزمات[(١)]. يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي الذي يبين تطور الأزمات المالية و طبيعتها منذ سنة ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٧ ذلك كما يلي:

(١)ـ مجلس الوزراء المصري مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار ، آداء الأسواق في ظل الأزمة المالية العالمية ، تقارير معلوماتية، السنة الثالثة، العدد ٢٨ ، أبريل ٢٠٠٩ ، ص٤ .

جدول رقم: (١)

تطور الأزمات المالية في العالم وطبيعتها في الفترة (١٩٧٠ - ٢٠٠٧)

الفترة	أزمة مصرفية	أزمة عملة	أزمة دين عام	أزمة مزدوجة*	أزمة ثلاثية*
١٩٧٠ - ١٩٨٠	٧	٥٣	١٠	٣	٠
١٩٨١ - ١٩٩٠	٤٣	١٣٥	٤١	١١	٤
١٩٩١ - ٢٠٠٠	٦٩	١١٧	٥	٢٥	٣
٢٠٠١ - ٢٠٠٧	٥	٢١	٨	٣	٣
الإجمالي	١٢٤	٣٢٦	٦٤	٤٢	١٠

* أزمة مزدوجة هي أزمة مصرفية تليها أو تسبقها أزمة عملة ، أما الأزمة الثلاثية فهي أزمة مصرفية تليها أو تسبقها أزمة عملة و أيضا تليها أو تسبقها أزمة في الدين العام .

المصدر : من إعداد الباحث بالإعتماد على :

. International Monetary Fund , **systemic banking crises: a new database** , working paper № 08/224 , Washington , November 2008, p. - p , 32-49, available at: 08/03/2008http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ أن:

- عدد الأزمات المالية زادت بوتيرة متسارعة خصوصا في عقدي الثمانينات والتسعينات ، فقد تركزت أزمات الدين العام في عقد الثمانينات أما أزمات العملة فقد تسارعت منذ أوائل عقد السبعينات إلى يومنا هذا.

- كما أن الأزمات المصرفية كانت متسارعة مند عقد السبعينات لتصل لذروتها في عقد التسعينات لتنخفض في عقدنا هذا وتسجيل أقل عدد ، فالأزمات المزدوجة تركزت في عقد التسعينات ، أما الأزمات الثلاثية تركزت في عقد الثمانينات.

٢ ـ أهم تجارب أسواق رأس المال العربية تجاه الأزمات المالية :

عانت أسواق المال العربية كنظيرتها غير العربية من الأزمات المالية و يمكن إيضاح ذلك كالآتي:

أ ـ تدهور و ركود البورصة المصرية في عام ١٩٦١ و معاناتها لأزمة حقيقية سنة ١٩٩٥ : و التى كان سببها الرئيسى تغير النظام الإقتصادى بمصر حيث شهدت فترة الخمسينات نشاطا ملحوظا في عدد من الشركات المساهمة التى تم إنشاءها و إدراجها في البورصة المصرية ، هذا ما أدى إلى إزدهار التعامل في الأوراق المالية ، وظلت البورصة تؤدي دورها بكفاءة ملحوظة حتى بداية ١٩٥٩ ، حيث صدر القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩ الخاص بتحديد صافي الأرباح التى يتم توزيعها على أصحاب الأسهم ، مما كان له الأثر الكبير في إعاقة تزايد نشاط البورصة ، حيث تراجع حجم التعامل في بورصتي القاهرة و الإسكندرية ، فقد هبطت الأسعار هبوطا شديدا مما حتم وضع حد أدنى للأسعار ، و دخلت الحكومة مشترية في البورصة لحماية الأسعار من الإنهيار.

بعد صدور القوانين الإشتراكية عام ١٩٦١ و تم تأميم مجموعة كبيرة من الشركات، فصدر القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٦١ مقتضاه إيقاف التعامل في البورصة لمدة شهرين،ذلك لتنفيد الإجراءات الخاصة بإستبدال الأسهم المؤممة بسندات على الدولة ، هذا ما أدى إلى ركود حاد بالبورصة المصرية و تدهور حجم التعامل بصورة ملموسة.

كما أنه قد تزامن تطور البورصة المصرية مع إتجاه الحكومة إلى الإعتماد على سوق الأوراق المالية في تنفيد برامج الخصخصة ، حيث قامت العديد من الشركات القابضة بطرح جزء من أسهم شركاتها التابعة للإكتتاب العام في البورصة ، هذا ما أنعش البورصة لكن كان ذلك بإرتفاع مبالغ فيه لأسعار الأوراق المالية ، ليصل المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة تزيد على ٧٥% خلال سنة ١٩٩٤ ، ووصلت الزيادة في الأسعار لبعض الشركات عدة أضعاف خلال فترة وجيزة ، وساعدت على ذلك بعض العوامل غير مرتبطة بالواقع الحقيقي للشركة .

ب- أزمة سوق الكويت للأوراق المالية (المناخ) [1]: مع صدور القرار الخاص بتنظيم تأسيس الشركات المساهمة محليا و عدم السماح بتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة لجأ المستثمر الكويتي إلى تأسيس الشركات الخليجية و طرح أسهمها للمضاربة ، حيث أسست أول شركة خليجية عام ١٩٦٧ أما الباقي فقد تم تأسيسه فيما بين عام ١٩٧٩ و ١٩٨٠ حيث وصل عددها ٣٥ شركة كان للملكية و الإدارة الكويتية النصيب الأوفر منها ، حيث

---

(١) ـ رمضان الشراح ، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية ، مجلة المال و الصناعة العدد الثامن عشر ، بنك الكويت الصناعي ، الكويت ، ٢٠٠٠ ، ص ـ ص ، ٣٦ ـ ٣٧.

زامن هذا إنحسار تدفق رؤوس الأموال الكويتية للإستثمار في الأسواق العالمية مخافة التعرض للمخاطر في هذه الأسواق ، بذلك لم يكن المستثمر الكويتي من مجال للإستثمار سوى الأوراق المالية و العقار مما أنعش سوق المناخ ، حيث أن قيام هذا السوق يتعارض مع النصوص القانونية ، إلا أن السيولة المرتفعة من جهة و ضيق البدائل الإستثمارية المحلية و إرتفاع العائد من المتاجرة بالأسهم أدى لرفع مؤشرات أسعار الأسهم .

إلا أنه مع تقييد الحكومة إنشاءالشركات الكويتية لجأ المستثمرون إلى إنشاء شركات خليجية ، و حين قيد البنك المركزي من الإئتمان الممنوح لتغدية حركة التداول في سوق الأوراق المالية لجأ المستثمرون إلى خلق إئتمان مواز من خلال عمليات البيع الآجل ، فبذلك كانت الذروة التي أدت لإنهيار سوق المناخ ، ذلك بسبب شيوع ظاهرة المضاربة في التعامل في الأسهم و غيابك التشريعات القانونية و غياب مؤسسات صانعي الأسواق ، ومن أهم نتائج ذلك فورة غير عادية لسوق المناخ لأوراق المالية و عند وقوع الأزمة كان الإنهيار تراكميا و بمعدلات سريعة و حادة فذلك كانت تداعيات خطيرة على الإقتصاد الكويتي .

ج - أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام ١٩٩٨ : فقد شهدت سوق الأوراق المالية غير الرسمية في دولة الإمارات العربية المتحدة أزمة في صيف عام ١٩٩٨ ، و إمتدت آثارها لعامي ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ ، فقد كان تداول الأسهم في سوق الإمارات غير الرسمي خلال عقد الثمانينات و النصف الأول من التسعينيات حكرا على مجموعة من تجار الأسهم ، وفي النصف الثاني من التسعينيات شهدت السوق زيادة عدد الشركات المساهمة ، و تحسن آداء و نتائج أعمال الشركات بصفة عامة ، وزيادة الوعي بالتعامل في الأسهم ، أدى إلى تزايد عدد المستثمرين و المضاربين في السوق ، حيث إنتعشت حركة البيع و

الشراء ، و من ثم تضاعفت أسعار الأسهم.

و في أواخر سنة ١٩٩٧ و سنة ١٩٩٨ إرتفع مؤشر بنك أبو ظبي الوطني إلى ٢٥٧٥.٢٨ نقطة ، يشكل هذا الإرتفاع في أسعار الأسهم مانسبته ١٠٣.٦٪ في نهاية ديسمبر ١٩٩٦ ، و كان ذلك نتيجة المضاربات الشديدة في أسعار الأسهم التي وصلت إلى ذروتها يوم ١٢ ديسمبر ١٩٩٨ ، حيث إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة التى يتم تداولها في ذلك الحين لتبلغ ١٢٣.٨ مليار درهم ، و نظرا لأن إرتفاع مستويات الأسعار ناتج بفعل المضاربات ، فقد أدرك المستثمرون و المتعاملون في السوق ، مما أدى لموجة بيع كبيرة لجني أكبرقدر من الأرباح ، و مع تزايد حالات البيع و عرض الأسهم فقد تدهورت الأسعار بشكل كبير ليصل إنخفاض مؤشر بنك أبو ظبي الوطني خلال الثلاثة شهور ونصف الأخيرة من سنة ١٩٩٨ حوالي ١٤٧١.٦٧ نقطة ، فبعد أن وصل المؤشر إلى أعلى مستوى له في ١٢ سبتمبر ١٩٩٨ وهو ٥٠٦٢.٢ نقطة ، إنخفض ليصل إلى ٣٠٩٠.٥٣ نقطة في نهاية ديسمبر ١٩٩٨ ، ويشكل هذا الإنخفاض مانسبته ٢٩.١ ٪ ، و يعد هذا تراجع كبير في أسعار الأسهم خلال فترة وجيزة وإستمرت تلك الإنهيارات و الإضطرابات في السوق ، وهي سمات أزمات إنهيار أسواق رأس المال .

هذا بالنسبة لأهم أزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية ، إذ يجب الإشارة للأهمية تجارب أسواق رأس المال العربية الناتجة عن تأثرها لإنتقال تداعيات أزمات مالية حدثت بأقاليم إقتصادية غير عربية .

خامسا. مظاهر الأزمات المالية (مؤشرات حدوث الأزمات المالية):

مظاهر الأزمات المالية هي مؤشرات تدل على حدوث الأزمة فالجهات الرقابية لابد عليها رصد هذه المظاهر، التي عن طريقها يمكن التنبؤ بإمكانية حدوث أزمة مالية في المدى القصير، ذلك لأخذ الإجراءات الآزمة المصححة

لمنع حدوثها أو الحد من آثارها وأنه ينبغي على الأجهزة الرقابية عدم الإكتفاء برصد مسببات الأزمات المالية فحسب وإنما يجب أيضاً رصد مظاهرها، للحد من آثارها السلبية على الإقتصاد الوطني، فقد كانت نتائج دراسة (على إبراهيم طلبة ، ٢٠٠٠) [١] ، حول مظاهر الأزمات المالية التي تستطيع الأجهزة الرقابية العليا التنبؤ بأزمات أسواق المال من خلالها كالآتي :

١ - **زيادة نسبة الديون المعدومة بالبنوك** : أثناء الأزمات المالية تزيد حجم الديون المعدومة بالبنوك سواء الممنوحة للمضاربين على الاوراق المالية بالبورصات أو المضاربين على العقارات في سوق العقارات ، و قد أثبتت الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا ذلك .

٢ - **إستمرار إستنزاف الإحتياطي النقدي الأجنبي للدولة** : ففي أوقات الأزمات المالية تعاني الإقتصادات التي حلت بها هذه الأزمات ، ضغوطا على إحتياطاتها من النقد الأجنبي ، وذلك لإستخدامه كأداة للدفاع عن قيمة عملتها المحلية ، فإرتباك قيمة العملة المحلية من شأنه إرباك السياسات الإقتصادية و التجارية للدولة .

٣ - **الخسائر الكبيرة لشركات الأوراق المالية** : فمن خلال تتبع الأزمات المالية السابقة ، نجد بأنها قد صاحبتها تحقيق خسائر كبيرة لبعض شركات الأوراق المالية و صناديق الإستثمار و المضاربين . نتيجة إنهيار المؤشرات في البورصات المالية.

---

(١) - علي إبراهيم طلبة، قياس إمكانية التنبؤ بأزمات أسواق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا(دراسة تجريبية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، العدد الثالث ، كلية التجارة جامعة عين شمس، القاهرة. ، يوليو ٢٠٠٠ ، ص ، ١٤ .

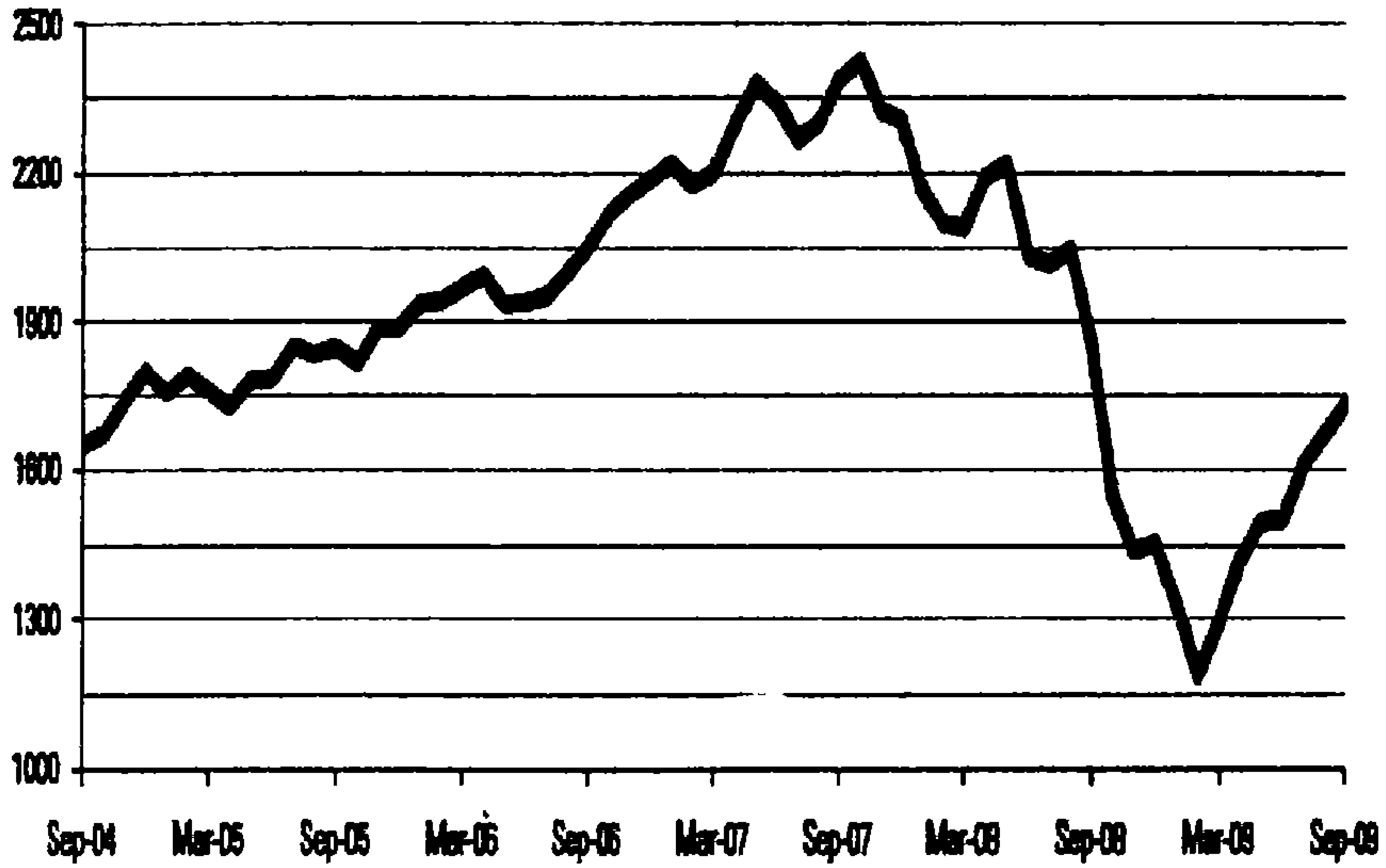
٤ ـ إنهيار الأسعار في سوق الأوراق المالية (البورصة) : إنه من الممكن التنبؤ بمشكلة الأسعار في البورصة، ذلك من خلال تتبع تطورات أسعار العملة وتطورات أسعار الفائدة، كما أن الإنخفاض في أسعار العملة يسبق الأزمة في سوق الأوراق المالية، فالأسباب الإقتصادية لمظاهر الأزمات المالية تتمثل في هذه العوامل حيث تكون سابقة لحدوث مظاهر الأزمة في أسواق النقد والمال ، فحين تصبح الأزمة وشيكة الحدوث تهبط أسعار الأسهم بشكل حاد وفي عدد كبير من البلدان كثيراً ما جاء إنهيار سوق الأسهم مصحوباً بتصحيحات حادة في أسواق الأصول الأخرى و خاصة في قطاع العقارات.

يمكن توضيح ذلك من خلال استعراض لتطورات مؤشرات البورصات في الإقتصادات التي وقعت بها أزمات مالية بالفعل، مثل أزمة الرهن العقاري في سبتمبر ٢٠٠٨ بالاقتصاد الأمريكي، فالشكل التالي يمثل تطور قيمة مؤشر (S and P.500)[1]* ذلك في الفترة (سبتمبر ٢٠٠٤، سبتمبر ٢٠٠٩) أي قبل وقوع أزمة الرهن العقاري بأربع سنوات إلى غاية سنة من وقوعها.

* - تم إختيار هذا المؤشر لسبب أنه مقياس أوسع للسوق المالية المنظمة بالولايات المتحدة الأمريكية ولكونه يتألف من عدد كبير من الشركات بالمقارنة لعدد الشركات التي يتكون منها مؤشر داوجونز، كما أنه يختلف عن هذا الأخير في كونه مرجحاً بالقيمة السوقية للشركات، أي أن الشركات الكبيرة لها وزن أكبر (أي تؤثر بنسبة كبيرة فيه) من الشركات الصغيرة، في أغلب الأوقات فإن مؤشر داوجونز للأسهم الممتازة والمؤشر العريض للسوق (S and P 500) يتحركان معاً، كما أنه منذ سنة ١٩٥٧ أصبح مؤشر (S and P 500) هو مقياس لأداء ثلاثة أرباع الأموال المستثمرة في صناديق الإستثمار بالإقتصاد الأمريكي ، ولمزيد من التفصيل عن هذه المؤشرات أنظر : عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة السادسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، أكتوبر ٢٠٠٧، ص – ص ، ٢٩٥- ٣٠٤.

شكل رقم: (٠٢)

تطور مؤشر أس أند بي ٥٠٠ في الفترة (سبتمبر ٢٠٠٤ - سبتمبر ٢٠٠٩)



Source: Standard and Poors Index ، **S and P 500,** USA، Report 30 September 2009, available at : 15/10/2009 http://www.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SP_500_Factsheet.pdf

من خلال الشكل المبين أعلاه يلاحظ :

ـ أن مؤشر(S and P 500) إنهار بشكل فجائي من القيمة ٢٠٠٠ في شهر ٢٠٠٨/٧ إلى القيمة ١٥٠٠ في شهر ٢٠٠٨/١١ ، أي في زمن حدوث أزمة الرهن العقاري التي كانت بالتحديد في شهر 9 / ٢٠٠٨ ، هذه الظاهرة

إستمرت بعد وقوع الأزمة المالية بثلاثة شهور و لفترة قصيرة وتم إنهيار ثاني في قيمة المؤشر إلى قيمة ١١٧٠ في شهر ٢/ ٢٠٠٨ .

٥ ـ زيادة حالات التعثر المصرفي : نتيجة المخاطرة في التوسع الإئتماني غير المدروس ، إرتفاع قروض المجاملة لتمويل المضاربات في الأسواق المالية و غيره من الأنشطة عالية المخاطرة إن لم نقل عديمة المردودية الإقتصادية ، فالتوسع في تمويل قطاع ضخم كقطاع العقارات و إستمرار هذه البنوك للإستدانة بالعملات الأجنبية ، فنتيجة هذه التراكمات عديمة الجدوى الإقتصادية توسعت حالات التعثر المصرفي للبنوك .

وهذه المظاهر تختلف حدتها حسب نوع الأزمة المالية التي يعاني منها النظام المالي إلا أنها في الغالب تكون مظاهر مشتركة لأنواع الأزمات المالية ، أو بالأحرى هي مظاهر لحالات عدم الإستقرار المالي بالنظام المالي .

المبحث الثاني

أسباب الأزمات المالية في الأسواق المالية

السوق المالي أحد القطاعات الفاعلة في أي اقتصاد قومي ، الذي يخضع في شكله إلي مجموعة من الظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية للدولة ومنه فهناك علاقات متشابكة بين القطاعات العامة للدولة ، يحدث باستمرار تأثير متبادل فيما بينها بصورة دائرية ، خلصت إحدى الدراسات (على إبراهيم طلبه ،٢٠٠٠)[1] ، التي قامت بإختيار نموذج العوامل المسببة للأزمات المالية ، الى أن أهم الأسباب هي:

- زيادة حجم الديون الرديئة .
- انخفاض النمو الإقتصادي .
- أثار عمليات التحرير المالي .
- عجز ميزان المدفوعات وزيادة حجم الديون .
- مسببات نقدية .
- مسببات مرتبطة بالأداء بالبورصة .

و لدراسة أسباب الأزمات المالية في الأسواق المالية ، يجب التفرقة بين العوامل المسببة للأزمات المالية مرتبطة أساسا بظروف الإقتصاد الكلي ، تؤدي إلي حدوث إضطراب في النشاط الإقتصادي و العوامل التى تزيد من إحتمال

---

(١) . على إبراهيم طلبه ، قياس إمكانية تتبع ورصد مسببات أزمات سوق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا(دراسة ميدانية) ، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة ، العدد الأول ، كلية التجارة جامعة عين شمس، القاهرة ، يناير 2000 ، ص.ص،٥٢٥ـ527 .

وقوع الأزمات المالية و هذه العوامل هي :

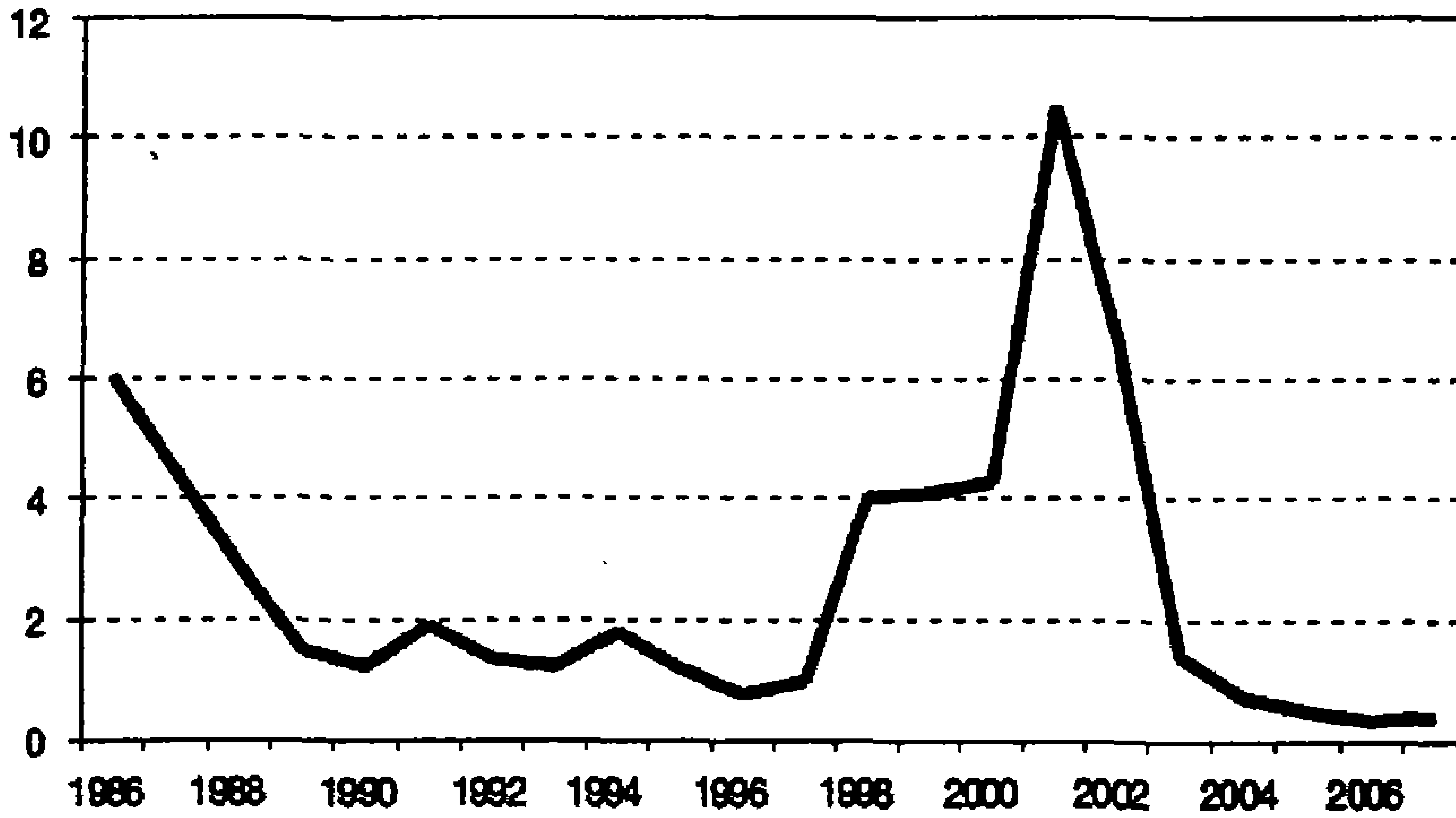
أولاً- زيادة حجم الديون الرديئة :

فالأسباب الرئيسية للأزمات المالية ترجع إلي تزايد القروض الرديئة التي يعاني منها القطاع المصرفي ، يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي الذي يبين تطور القروض غير المؤداه بالنسبة لكل القروض بتركيا خلال الفترة (1986-2007) وذلك كنسبة مئوية كما يلي :

شكل :(٣)

تطور القروض المتعثرة بالنسبة لكل القروض بتركيا خلال الفترة (١٩٨٦-٢٠٠٧)

نسبة مؤوية



Source: The banks association of turkey ,**50 th anniversary of the banks association of turkey and banking system" 1958 . 2007"**, publication № 62 Istanbul , March 2009 , p85 available at: 15/10/2009http://www.tbb.org.tr/Dosyalar_eng/Yayinlar/Dokumanlar/TBB50_english.pdf

من خلال الشكل السابق يلاحظ :

- أن نسبة القروض غير المؤداه بالنسبة لإجمالي القروض خلال الفترة (١٩٩٠ـ١٩٩٧) تتسم بالتذبذب في حدود منخفضة .

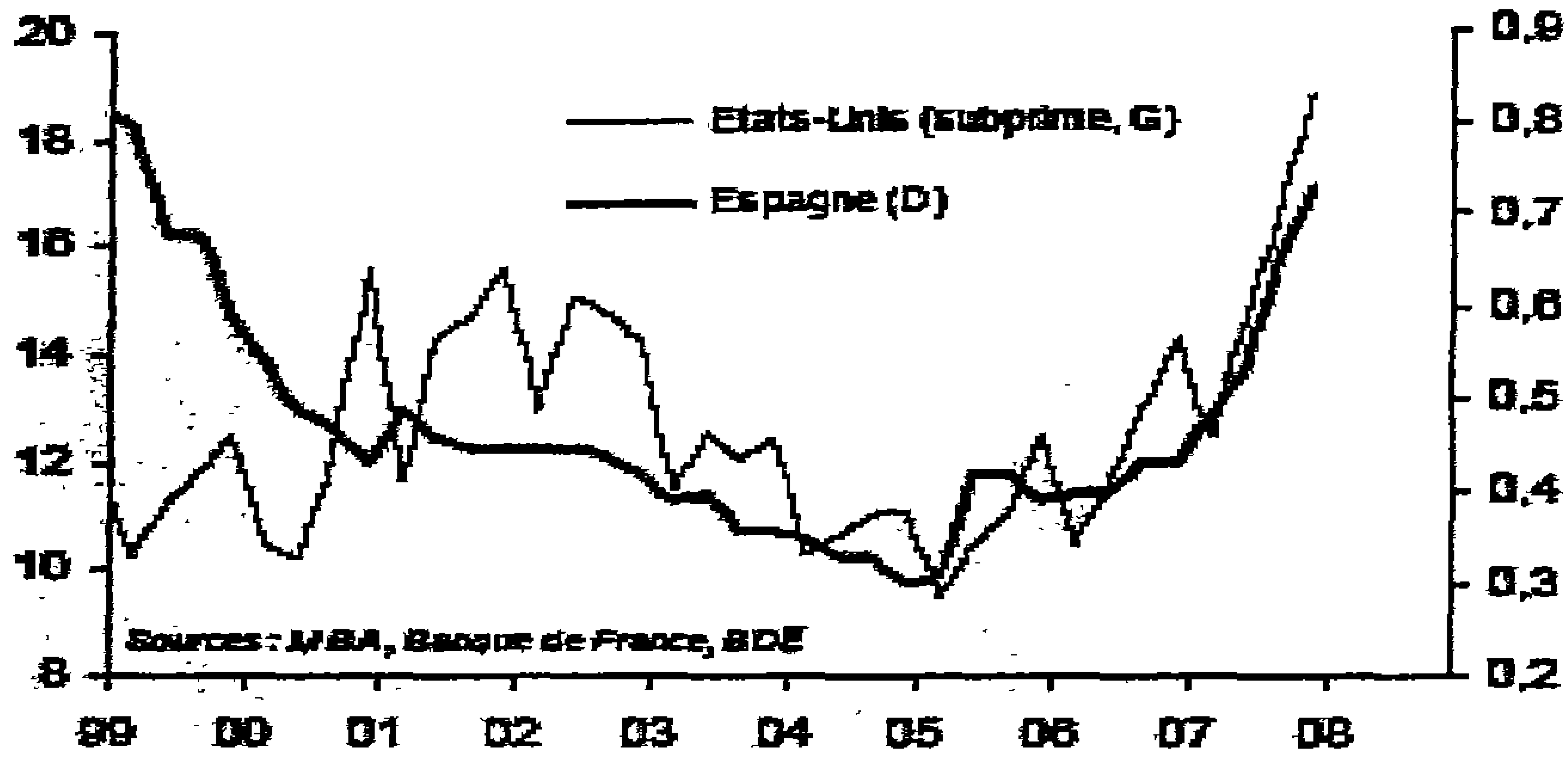
- هذه النسبة إرتفعت خلال الفترة ١٩٩٧ـ٢٠٠١ بصورة سريعة لتصل النسبة لأقصى قيمة لها سنة 2002 قاربت ١٠.١ % من إجمالي القروض ، لتعاود الإنخفاض بصورة مفاجئة حتى تصل إلي قيمة منخفضة في سنة 2007 مقاربة لـ 0.2 % من قيمة إجمالي القروض .

فالإقتصاد التركي حلت به أزمة مالية في سنة 2001 ، قد تأثر القطاع المصرفي التركي بالقروض الرديئة تأثيراً بالغاً و من تداعياتها الإنهيارات المتتالية للعديد من المؤسسات المالية البنكية التركية ، هكذا يتضح أن السبب الرئيسي للأزمة التي واجهت النظام المالي التركي يرجع إلي تزايد القروض الرديئة المستحقة للبنوك التركية.

كما يتضح ذلك من خلال تطور معدل عجز أفراد القطاع العائلي عن تسديد قروض الرهن العقاري في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وإسبانيا خلال الفترة (1999 -2008) ذلك كمايلي :

شكل رقم: (٤)

تطور معدل عجز أفراد القطاع العائلي عن تسديد قروض الرهن العقاري كنسبة مئوية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأسبانيا خلال الفترة (1999-2008)



من خلال الشكل السابق يلاحظ :

- هناك إنخفاض تدريجي لمعدل عجز القطاع العائلي عن تسديد قروض الرهن العقاري في إسبانيا خلال الفترة (1999-2005) .

- بعد سنة 2005 و إلى غاية 2008 هناك إرتفاع سريع للمعدل .

- بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية هناك تذبذب صعودي للمعدل خلال الفترة (99 -01) و بعد سنة 2001 هناك تذبذب نحو الإنخفاض في قيمة المعدل حتى غاية 2005.

- بعد سنة 2005 حتى 2008 هناك إرتفاع سريع لمعدل عجز القطاع العائلي الأمريكي عن تسديد قروض الرهن العقاري ، إلى أن حلت الأزمة المالية .

يمكن القول بأن الأزمة المالية العالمية التي حلت في سنة 2008 ، سبقتها حالات مزمنة من تعثر الرهون العقارية ، فقد أكدت عدة دراسات أن حالات التعثر المصرفي التي حدثت بالأزمات المالية الأخيرة، لم تنجم عن جانب الإلتزامات في ميزانيات البنوك وإنما حدثت عن جانب الأصول [١] ، و يمكن توضيح ذلك بأن مختلف المؤسسات البنكية الأمريكية عندما عانت من إرتفاع المخاطر المالية بإتساع حالات التعثر المصرفي حاولت أن تصدر تلك المخاطر عن طريق تسويقها في في شكل أصول مالية بالأسواق المالية ، كما أشارت الدراسات التي بحثت بعمق في حالات التعثر المصرفي إلي أن هناك العديد من الأسباب التي أدت إلي حدوثها يمكن بيانها في الآتي :

١ ـ أسباب تتعلق بالدورة الاقتصادية : في مرحلة الرواج تميل البنوك إلي إقراض المزيد من المشروعات لأنها في تلك الفترة تحقق ربحية عالية وتتيح مجالات مستقبلية بسبب موجة التفاؤل السائدة في تلك الفترة وأثناء ذلك تقدم البنوك أيضاً قروض لمشروعات جدواها الإقتصادي ضعيف ، في ظل التفاؤل الشديد بشأن الرواج تتوسع البنوك في منح الإئتمان ، حيث يصعب التفرقة فيما بين الإئتمان الجيد والرديء ، كما أن التقلبات الحادة في أسعار العقارات و الأوراق المالية ، تقلل من القيمة السوقية للضمانات البنكية و تزيد من إمكانية توسع حالات التعثر المصرفي و يمكن بيان ذلك بالنسبة لحالة أزمة

---

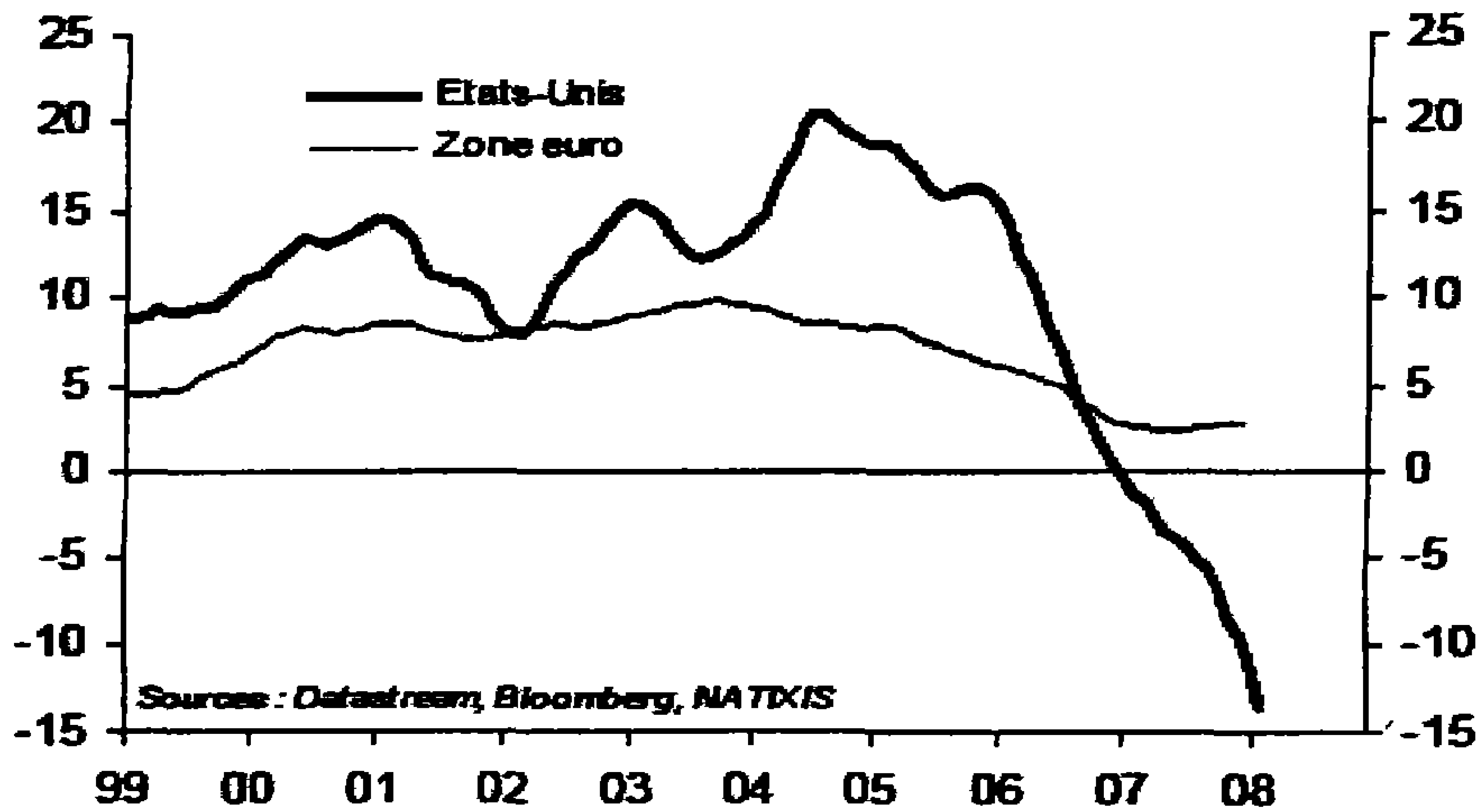
(1) ـ محمد عبد الحافظ محمد عبد الله ، مدي أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية ، مداخلة مقدمة في المؤتمر السنوي السادس لإدارة الأزمات الإقتصادية في مصر والعالم العربي ، كلية التجارة جامعة عين شمس وحدة محمد رشاد الحملاوي لبحوث الأزمات ، القاهرة ، 27- ٢٨ أكتوبر 2001 ، ص 67 .

الرهون العقارية في الشكل التالي كالآتي :

شكل رقم:(٥)

تطور معدل تغير أسعار العقارات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية

و الإتحاد الأوروبي خلال الفترة (١٩٩٩-٢٠٠٨)



Comment éviter une finance ،**Source:** Patrick ARTUS

،2 ، p ،mai 2008 ، N°200 ، Flach économie،**procyclique ?**

at: 03/10/2009 available

.http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=38619u

فمن خلال الشكل يلاحظ :

- إنخفاض في أسعار ضمانات الرهون العقارية (أي أسعار العقارات والمساكن) في كل من الولايات المتحدة والاتحاد الأوربي وذلك بصفة حادة و هذا ما عجل بالأزمة.

٢- سوء الإدارة : لعل من أهم العوامل الرئيسية التي ساعدت على حالات التعثر المصرفي والتي عجلت بحدوث الأزمات المالية ، هي سياسة الإقراض المصرفي في الإقتصادات التى حلت بها الأزمات وذلك بإرتفاع نسبة قروض المجاملة نتيجة الفساد السياسي ولتمويل التوسع العقاري والمضاربات ولا سيما في سوق الإسكان الفاخر ، هذا ما زاد في إرتفاع نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها .

بالنسبة للأزمة المالية العالمية الحالية قد ساهمت السيولة العالية في توسع البنوك لمنح الإئتمان ،بدون تدقيق في توافر الأسس الإئتمانية السليمة في من يحصل على القروض التي سميت بقروض النينجا وهي التي تمنح إلى من لا دخل له ، لا وظيفة له لا يمتلك ثروة أو أصولاً يمكن الرجوع إليها [١].

إذ يرى الإقتصاديين أن عملية منح القروض في البنوك من الممكن أن يحدث بها " فساد أخلاقي" - أي رشوة وتحقيق مصالح ذاتية لكبار العاملين في البنوك - من واقع عدم تماثل المعلومات أي أن العميل قد يدلس على البنوك عن طريق دراسة جدوى ظاهرها جيدة ولكن في الحقيقة هي العكس و يكتشف مسؤول الإئتمان ذلك لكنه لا يخطر إدارة البنك مقابل الحصول علي رشوة و مصالح ذاتية ، هذا ما يساهم في تراكم القروض المتعثرة والسيئة ليؤدي ذلك لتعسر البنك وإفلاسه .

٣- التدخل الحكومي المباشر في تخصيص الإئتمان : يعد التدخل الحكومي المباشر في تخصيص الإئتمان وتسعيره أحد الأسباب الهامة التي تؤدي لضعف القطاع المصرفي وزيادة حالات التعثر المصرفي ، حيث تقوم الدولة

---

(١) - سلطان أبو علي ، الأزمة التمويلية العالمية وإنعكاسها علي مصر ، ورقة عمل رقم 142 ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية ، القاهرة ، ديسمبر 2008 ، ص5 .

بتخصيص الإئتمان وتوجيهه إلي قطاعات وفئات معينه ، بغض النظر عن مدي الجدارة الإئتمانية لها [1]. فقد أرجع البعض أزمة الرهون العقارية ، إلى عدد من السياسين الذين يتحملون مسؤولية الأزمة بينهم الرئيس الأمريكي السابق بيل كلينتون الذي صدر في عهده عدد من القوانين التي تتيح لشرائح المجتمع الفقير الحصول على قروض من البنوك لشراء مساكن ، كذلك جورج بوش الذي صعد هذه العملية وكذلك رئيس وزراء بريطانيا غوردن براون الذي وضع مصالح رجال المال فوق مصالح ممثلي قطاعاً مهم في الإقتصاد وهم المنتجين [2].فى حين أن التدخل الحكومى كذلك يعد أحد السبل لمواجهة تداعيات الأزمات المالية .

٤ ـ مشكلات الإئتمان : إن فشل البنك في إسترداد التسهيلات الإئتمانية التي قدمها بسبب تعثر المقترضين وعدم قدرتهم على السداد يؤدي إلى خسارة البنك أو إفلاسه إذا كانت حدتها عاليه ، كما أن الإئتمان الرديء يكون لما يلي [3]:

---

(١) ـ هبة محمود الطنطاوي الباز ، الأزمات المالية المعاصرة (الأسباب - العلاج – الدروس المستفادة) دراسة مقارنه ، رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة جامعة عين شمس ، القاهرة ، 2008، ص ـ ص ، 27ـ٢٨.

(٢) ـ فتحي عطية السيد مصطفي ، الأزمة المالية أسبابها وتداعياتها وطرق حلها والحل المقترح للعرب ، الطبعة الأولي ، مطابع الشرطة للطبع والنشر والتوزيع ، قطر ، 2009 ، ص ـ ص ، ٩٣ ـ ٩٤ .

(٣) ـ نبيل حشاد ، إدارة الأزمات المالية ، مداخلة مقدمة للمؤتمر السنوي لإدارة الأزمات والكوارث ، كلية التجارة جامعة عين شمس وحدة بحوث الأزمات ، القاهرة ، 25-26 أكتوبر 1997 ، ص ١٣ ٤ .

- عدم إتباع البنك لأسس وأساليب خاصة عند منح الإئتمان .

- قد يواجه العميل متاعب بسبب الظروف الإقتصادية التي تمر بها الدولة التي يعمل فيها .

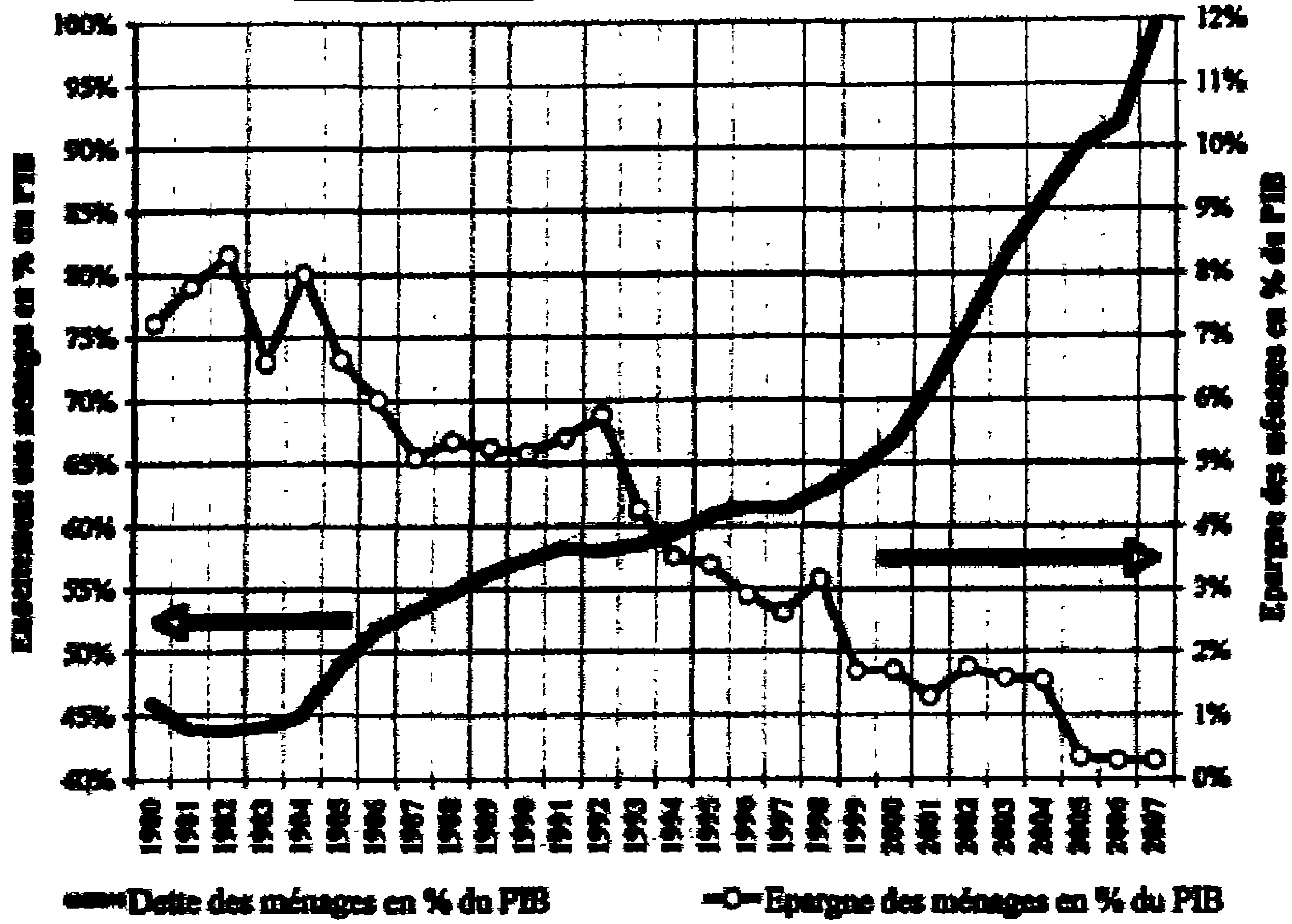
في حالة أزمة الرهن العقاري توسعت البنوك الأمريكية في منح كروت الإئتمان لكن في المقابل كان هناك عدم القدرة علي الوفاء والإلتزام بها [1] . هذا لأن أفراد القطاع العائلي الأمريكي منذ سنة 1994 أصبحت مديونيتهم أكبر من إدخاراتهم وتواصل هذا الحال في التأزم حتى سنة 2008 ويمكن توضيح ذلك من خلال تطور بيانات مديونية هذا القطاع وإدخاره كنسبة من الناتج الإجمالي الخام خلال الفترة (1980-2007) ذلك كما يلي :

---

(1) - وحدة محمد رشاد الحملاوي لبحوث الأزمات ، توصيات المؤتمر السنوي الثالث عشر حول إدارة أزمة الدعم وفعاليات العدالة الاجتماعية مائدة مستديرة حول أزمة الرهن العقاري ، كلية التجارة جامعة عين شمس ، القاهرة ، ٢٩ -30 نوفمبر 2008 ، ص 9 .

<u>شكل رقم : (٦)</u>

<u>مقارنة بين مديونية القطاع العائلي الأمريكي وإدخاره في الولايات المتحدة (نسبة من PIB)</u>



<u>Source :</u> JACQIR Sapir , **Les racines sociales dé la crise financière Implications pour l'Europe** ، available at : <u>18/09/2009 http://www.france.attac.org/spip.php?article9400.</u>

من خلال الشكل يلاحظ :

- نسبة مديونية القطاع العائلي إلى الناتج الإجمالي الخام قبل سنة 1994 أقل من نسبة إدخاره إلى الناتج الإجمالي الخام .

- في سنة 1994 تساوي هتين النسبتين .

- بعد عام 1994 أصبحت نسبة مديونية القطاع العائلي إلى الناتج

الإجمالي الخام أكبر من نسبة إدخاره إلى الناتج الإجمالي الخام وإتسع الفارق مع الزمن

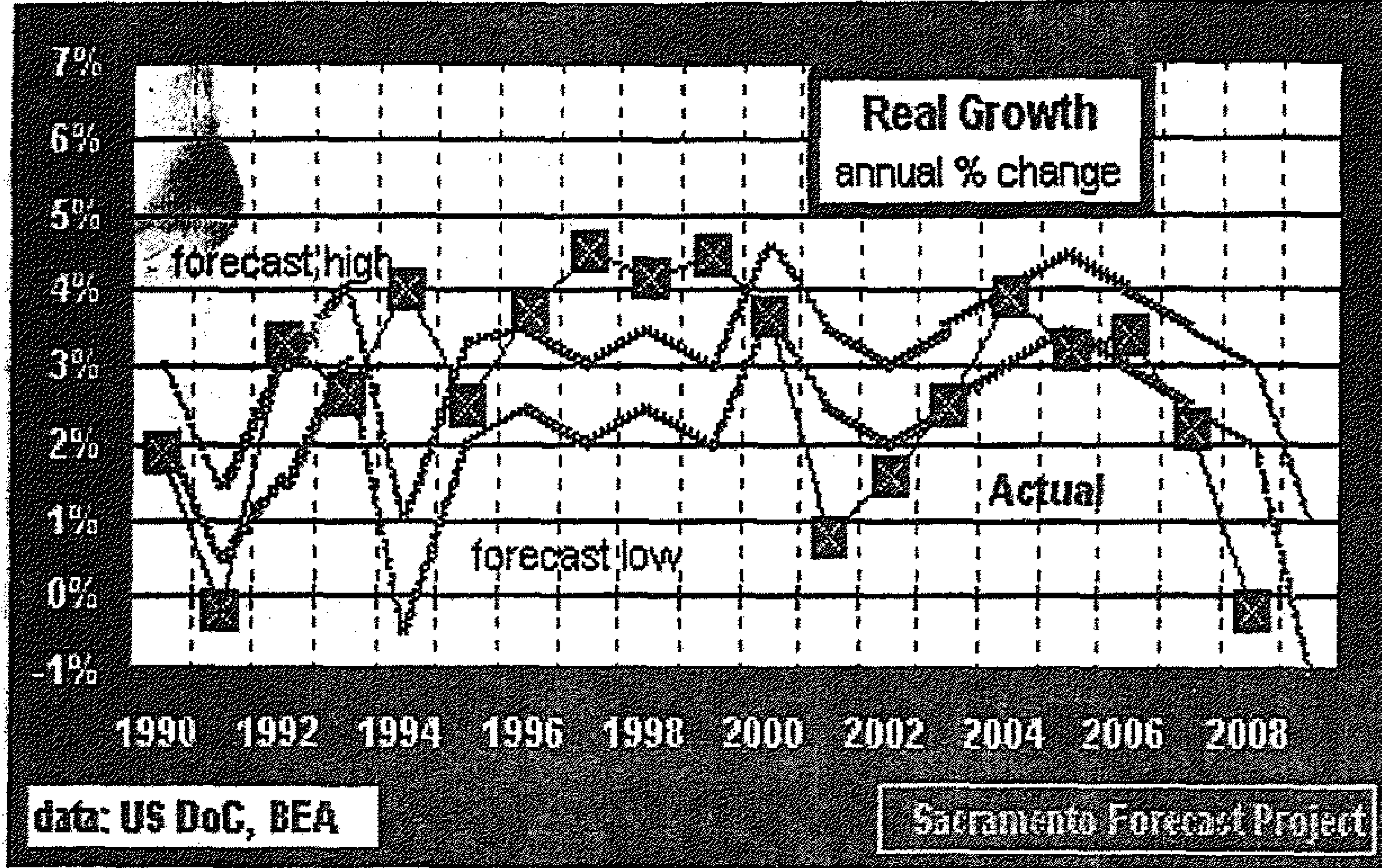
ثانياً. إنخفاض معدل النمو الإقتصادي :

تعود بعض أسباب الأزمات المالية إلى توقعات تغيرات معدلات النموالإقتصادي، فلما تشير هذه التوقعات لحدوث ركود إقتصادي تقوم السلطات النقدية بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض ما بين البنوك ذلك عبر عدة مراحل ، هذا بدوره يؤدي إلى إنخفاض أسعار الفائدة السوقية إستجابة لإنخفاض سعر الفائدة الرسمي و بدوره يساهم في زيادة حجم الإقراض لذوي المخاطر المرتفعه ، ففي حالة الأزمة المالية التي حلت بالإقتصاد الأمريكي كان هناك توقع لإنخفاض معدلات النمو الإقتصادي منذ أواخر عقد التسعينيات ،أي توقع لحدوث ركود إقتصادي وذلك كما هو مبين في الشكل التالي :

الشكل رقم :(٧)

توقعات معدلات النمو ومعدلات النمو الفعلية للولايات المتحدة

خلال الفترة (1990-2008)



Source: Califorinia state university, **economic forecast for the United States**, revising January 2009, available at: 30/12/2009 http://www.csus.edu/indiv/j/jensena/sfp/us/index.htm

من خلال الشكل السابق يلاحظ :

- بعد سنة 2000 حدث إنخفاض في معدلات النمو المتوقعة وقد كانت معدلات النمو الحقيقية أقل بكثير منها وبنسبة إنخفاض أكبر حتى منتصف 2000 .

- بعد منتصف سنة 2000 هناك إرتفاع في نسب معدلات النمو الحقيقية لتصل لدورتها في منتصف سنة 2004 وقد كانت أقل من معدلات النمو المتوقعة .

- بعد منتصف سنة 2004 ،هناك إنخفاض مستمر لمعدلات النمو

لتصل إلي قيم سالبة بعد سنة 2008 وقد كانت أقل من معدلات النمو المتوقعة على العموم هذه التوقعات بحدوث ركود إقتصادي بالولايات المتحدة الأمريكية أدت إلى [١]:

- قيام بنك الإحتياطي الفدرالي بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض ما بين البنوك (الليبور ، الإنتربنك) وهو المؤشر المرجعي الذي كان يتم بناء عليه تحديد أسعار فائدة القروض العقارية ، أكثر من عشر مرات خلال عام 2001 وذلك من 6% في شهر يناير 2001 إلي 1.75% في شهر ديسمبر 2001 وكان ذلك أدنى مستوى له منذ 1961.

- تبعاً لذلك تم إنخفاض سعر الفائدة السوقية إستجابة لإنخفاض سعر الفائدة الرسمي،إنخفض سعر فائدة أفضل العملاء الفعلي من 9% للشهر الأول من عام 2001 إلى 4.75% في شهر ديسمبر من نفس العام .

- إنخفاض سعر الفائدة الليبور لستة أشهر من ٥.٣٦١ % في شهر يناير 2001 إلى 1.983% في شهر ديسمبر 2001 .

يمكن الإشارة إلى أن سعر فائدة الليبور يعتبر المؤشر المرجعي لتحديد أسعار فائدة القروض العقارية المتغيرة ، التي تكون فيها أسعار الفائدة ثابتة في الفترة الأولى من عمر القرض (2-3) سنوات ، بذلك كان هامش أسعار الفائدة للغالبية من العملاء ذوي المخاطر المرتفعة قد إنخفض بأكثر من ثلاثة نقاط مئوية خلال السنوات التالية ، هذا ما ساهم بدوره في زيادة حجم الإقراض لذوي المخاطر المرتفعة .

---

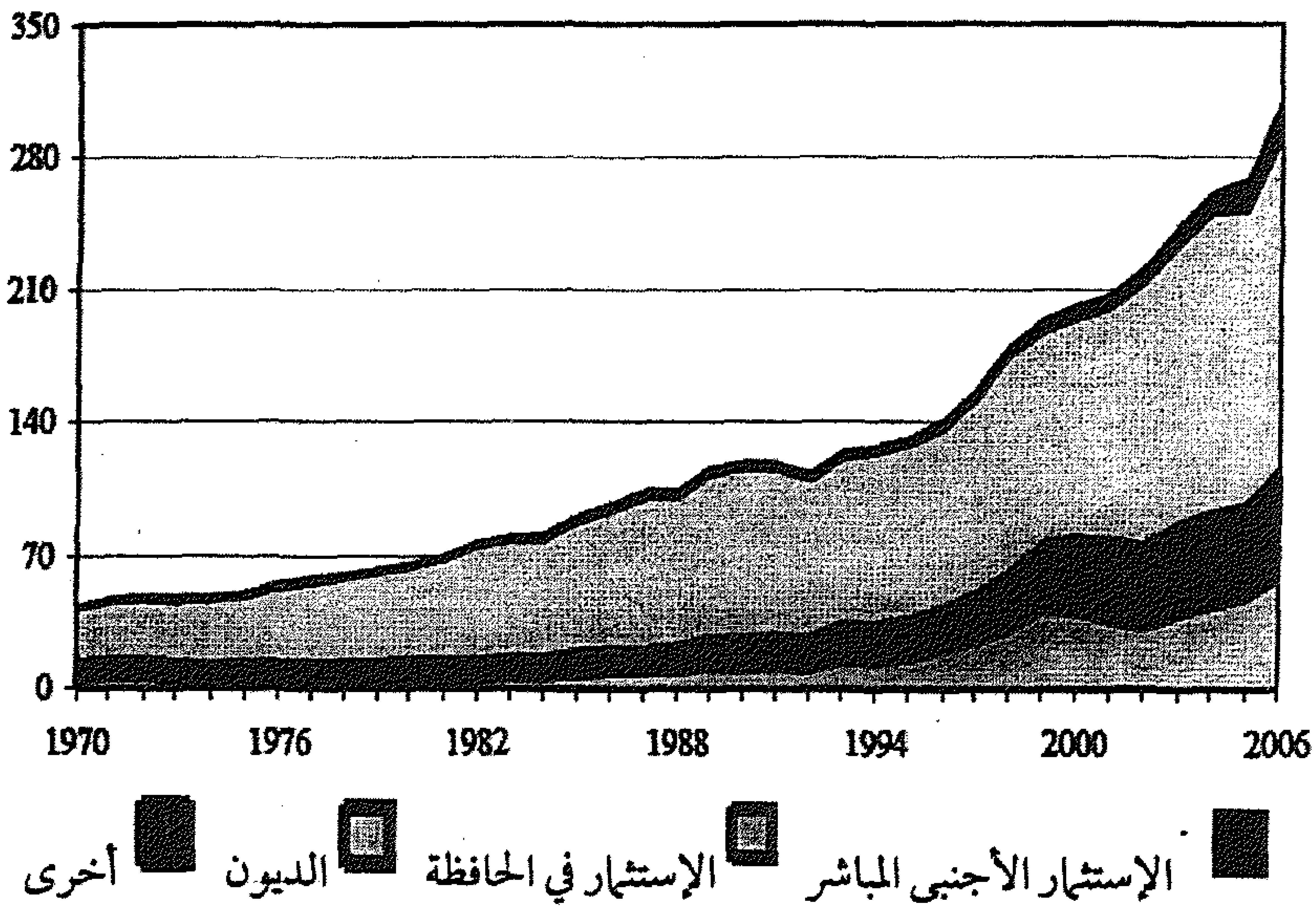
(١) - علي قندح ، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب ، مجلة إتحاد المصارف العربية ، العدد 335 ، إتحاد المصارف العربية ، لبنان ، أكتوبر 2008 ، ص.ص ، 41 - ٤٢ .

ثالثاً. آثار عمليات التحرير المالي :

كان التحرير المالي أهم خطوة إتبعتها العديد من الإقتصادات منذ سبعينيات القرن العشرون هذا ما يمكن توضيحه عن طريق الشكل التالي الذي يوضح تطور التكامل المالي الدولي خلال الفترة (1970-2006) ، وذلك بنسبة قيمة كل من الإستثمار الأجنبي المباشر، قيمة الإستثمار الأجنبي في الحافظة ، قيمة الديون وبالإضافة لقيم أخرى ، إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي وذلك كما يلي :

كل رقم : (٨)

تطور التكامل المالى الدولى خلال الفترة (1970-2006)



Source: International Monetary Fund ، **controlling capital?legal restriction and the asset composition of international financial flows** ، working paper № 09/208 Washington ،September 2009 ،p 3.

من خلال الشكل يلاحظ :

- زيادة تدريجية لنسبة قيمة كل من الإستثمار المباشر ، الإستثمار الأجنبي في الحافظة ، قيمة الديون بالإضافة لقيم أخرى وهذا إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي .

من أهم القضايا الكامنة خلف أي جهود للتحرير المالي التمييز بين التحرير المالي الداخلي والتحرير المالي الخارجي ، فالتحرير المالي الخارجي عادة ما يستطيع فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية ، إلغاء ضوابط الصرف الأجنبي ، إزالة الحواجز أمام دخول البنوك الأجنبية وما إلى ذلك.

أما التحرير المالي الداخلي فيشير إلى جملة الإصلاحات المؤدية إلى، أداء أكثر حرية للأسواق المالية المحلية و يشمل إلغاء ضوابط الإئتمان المحلية المتعلقة بوضع حصص الإئتمان ، حدود قصوى لسعر الفائدة ، إشتراطات رأس المال التي تعرقل بشدة دخول المشاركين للسوق المحلي .

يتوقف أثر تحرير حساب رأس المال في نهاية الأمر على مدى كفاءة إستخدامها وفي الإقتصادات التي تعرضت لأزمات مالية أدى التحرير المالي إلى زيادة كبيرة في تدفق رؤوس الأموال من خلال الأنظمة المصرفية المحلية التي توسعت بشكل كبير في منح الإئتمان المصرفي هذا بدوره أدى إلى إجهاد القدرة على تقييم الإئتمان وهو الآخر أدى إلى تدفق الأموال على أنشطة غير مربحه وتنطوي على المضاربة .

١ - المبررات الإقتصادية لعمليات التحرير المالي : ففي دراسة أعدها كلاً من (Ranciere Tornell and Westermann ، 2004)[١]، كشفت عن وجود علاقة إحصائية موجبة بين عدم الإستقرار المالي والنمو الإقتصادي طويل المدى ، فالدول التي مرت بأزمات مالية موسمية قد نمت في المتوسط بشكل أسرع من الدول ذات الأوضاع المالية المستقرة . هذه العلاقة غير المتوقعة تتعلق بأن السياسات التي تشجع وتسهل من عملية تحمل المخاطر المنتظمة مثل التحرير المالي ، عادة ما تؤدي إلى معدلات أعلى للنمو ، لكنها تؤدي أيضاً إلى زيادة إحتمالات وقوع أزمات . كما أن الدراسة أكدت على أن التحرير المالي يحد من القيود على الإقتراض ويزيد من المخاطر المنتظمة ، مما يولد هشاشة مالية تؤدي إلى أزمات موسمية .

كما أن التحرير المالي يؤدي إلى زيادة الرفاهية ذلك من خلال [٢]:

- إن درجة العمق المالي التي تقاس بالنسبة M2 / GDB ، تعتبر مؤشراً على مدى كفاءة النظام المالي للإقتصاد المتقدم والعمق المالي في حد ذاته يعتمد إلى حد ما على رغبة حائزي الثروة في توظيف مدخراتهم بالوساطة المالية أو حيازة سندات أو أسهم ، الأمر الحاسم هنا هو سعر الفائدة الحقيقي على الودائع مثلا .

- كما أن أسعار الفائدة الحقيقية السالبة مصاحبة للكبح المالى ، فأسعار الفائدة الإسمية في عديد من الدول الآخدة في النمو تكون محكومة بقوانين الفائدة أو مدارة من جانب السلطات النقدية ،هذا بدوره يؤدي في كثير من

---

(1) - The researech Staff of the Egyptian banking institute ، **Financial Stability and Growt** ، link seminar Series issue 11 ، Central bank of Egypt ، Egyptian banking institute، Cairo ، 6 - 8 June 2005 ، p3 .

(٢) - سي بول هالوود و رونالد ماكدونالد ، النقود والتمويل الدولي ، تعريب محمود حسن حسني ، مراجعة ونيس فرج عبد العال، دار المريخ ، الرياض ، 2007، ص - ص ، ٦٥٥ - 662 .

الحالات إلى معدلات فائدة حقيقية على الودائع سالبة ، كما أن وضع سقوف لأسعار الفائدة يؤدي لإختلال إقتصادي .

ـ كذلك يتم إعاقة الوساطة المالية من خلال عاملين هما تجزئة أسواق رأس المال Segmented Capital Market وإرتفاع نسبة الإحتياطي الإلزامي ، فتجزئة أسواق رأس المال تتم من خلال قيام الحكومة بإنشاء بنوك تنمية تابعة للقطاع العام ، التي تخصص القروض بشكل ضعيف الكفاءة ، كما أن نسب الإحتياطي الإلزامي المرتفعة تؤدي إلى تقليل كفاءة الوساطة المالية ، ذلك لأن نسبة الإحتياطي الإلزامي هي بمثابة ضريبة على البنوك التي يستخدمها البنك المركزي في تمويل عجز الموازنة وإن كان هذا قد قل بالتوجه الجديد للسياسة النقدية نحو نظام إستهداف التضخم الذي يشترط الإستقلالية للبنك المركزي.

ـ بالإضافة إلى نسبة سعر إعادة الخصم فالبنوك في هذه الحالة تعيد التوافق مع الضريبة من خلال عملائها وذلك برفع نسبة الهامش الخاص بسعر الفائدة ، هذا بدوره يقلل من كفاءة البنوك كوسيط مالي ويحول بعض المقترضين إلى سوق الإئتمان غير الرسمي .

٢- زيادة حجم الأموال الساخنة جراء التحرير المالي : في الحقيقة تقل قدرة رأس المال طويلة الأجل للتدفق دوليا ، ذلك لمجموعة من الأسباب أبرزها [١]:

ـ حجة علاوة مخاطر العملة ، ذلك لأن تفضيلات المحفظة المالية لكبار المستثمرين ، جميعها محكومة بمخاطر العملة وكراهية الخطر ، خاصة لأن

---

(١) ـ المرجع السابق ذكره ، ص ـ ص ، 607-608 .

الخصوم تقيد بالعملة المحلية ، كما أن العائد على الأصول طويلة الأجل بالنسبة للعائد على الأصول قصيرة الأجل .

- فإذا كانت عمليات المراجحة بينهما تامة و وجود مرونة تامة للتدفقات قصيرة الأجل ، فيمكن أن تؤدي إلى تساوي العوائد طويلة الأجل بين الدول ، ذلك لأن التدفقات قصيرة الأجل للخارج تؤدي إلى هبوط هيكل معدل العائد ككل .

- إنخفاض حدة القيود الحكومية على تدفقات رأس المال أعقاب إنتشار موجات التحرير المالي.

- كما أن هناك نوع من الجمود المؤسسي Institutional rigidities مثل القوانين الأمريكية المطالبة للبنوك التجارية بأن تستثمر جزء من أرباحها في الإقتصاد المحلي.

كذلك بالنسبة للمقترضين الأجانب ، فربما يرغبون في الإقراض قصير الأجل نتيجة نقص المعلومات أو المراقبة أو بسبب فشل التنسيق مع المقترضين الآخرين ، فإذا توقع كل مقرض أن يقوم المقرضون الآخرون بالإقراض على المدى القصير فقط ، هذا ما يجعل من حدوث الأزمة أمراً ممكنا ، فإن أفضل إستجابة له سيتمثل في الإقراض قصير الأجل حتى يحتفظ بفرصة للخروج في حال حدوث أزمة [1]. كما أن الزيادة الهائلة في تدفقات رأس المال مصدر رئيسي للإستثمار وحافز لتعميق السوق المالية ، فقد إرتبطت تحركات رأس المال قصيرة

---

(1) ـ أندريلا فيلاسكو ، أسعار الصرف في الأسواق الناشئة : التعويم نحو المستقبل ، ترجمة ياسر سليم ، مراجعة أمينة حلمي ، ورقة عمل رقم 46 ، المركز المصري للدراسات الإقتصادية ، القاهرة ، نوفمبر 2000، ص 43 .

الأجل بالزيادة في الأزمات المصرفية وأزمات العملة و أن زيادة الإنفتاح للتدفقات المالية يمكن أن يكون مصدر لعدم الإستقرار[1].

من الواضح أن الزيادة في هذه التدفقات مرتبطة بالفوارق في أسعار الفائدة بين الأسواق المالية المختلفة ، كما أنه لوحظ بأن هذه التدفقات تقل في حالة عدم الإستقرار فبالنسبة لحركة رؤوس الأموال على غرار السلع والخدمات يزداد الشعور بالقلق تجاهها ، ذلك لأن أسواق رؤوس الأموال بها تشوهات متأصلة منها ، الأمر الذي يجعل حرية حركة رؤوس الأموال لا ترقى بالكمال ، هذه التشوهات تنجم أساساً عن مشكلات عدم اتساق المعلومات ، مشكلات الإختيار المعاكس ، كذلك توجد مشكلات الخطر المعنوي التي لا يستطيع طرف واحد أن يراقب أفعال الأطراف الأخرى مما يؤدي إلى ترتيبات لا تتسم بالكفاءة الإقتصادية [2].

فمبعث القلق الأساسي هو وجود جهاز مصرفي ضعيف وتحركات شديدة التقلب في رؤوس الأموال الدولية ، يشكل خطراً على الإقتصادات النامية ، فعندما أرادت كوريا - التي كان جهازها المصرفي ضعيف نسبياً - الإنضمام إلى نادي البلدان الغنية ، طالبت منها منظمة التعاون الإقتصادي

---

(1) - شاهد يوسف ، **العولمة والتحديات التي تواجه البلدان النامية** ، مداخلة في ندوة العولمة وإدارة الإقتصاديات الوطنية ، برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، 18-19 نوفمبر 2000 ، ص - ص، 89-90 .

(2) - مايكل موسي ، **مواجهة تحديات العولمة** ، مداخلة في ندوة العولمة وإدارة الإقتصاديات الوطنية ، برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، 18-19 نوفمبر 2000 ، ص - ص ، 45-48.

والتنمية تحرير حسابها الرأسمالي و بعد الإنضمام بفترة قصيرة مرت بأزمة نقدية ومالية حادة ، إذ كان سبب تفجر الأزمة أو تفاقمها سحب رؤوس الأموال المفاجيء من جانب المستثمرين الأجانب [1]. كما توصلت دراسة مقدمة من (مركز أوكسفورد للتنمية الدولية ، London school of Economics and Political science) [2] ، إلى أنه لايمكن التعامل مع النتائج المترتبة على تدفقات رأس المال الهائلة على الإقتصاد الحقيقي ، إذ أن التحول المفاجيء له آثار سيئة على الإقتصاد الحقيقي الذي يؤثر على مستويات الإنتاج ، الإستثمار ، الأجور الحقيقية والخدمات الإجتماعية المقدمة للمواطنين ، بالتالي يمكن القول بأن تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل يعتبر من العوامل الخارجية لظهور بوادر عدم الإستقرار المالي .

ولعل أخطر الآثار الإقتصادية الناجمة عن تحرير التدفقات الرأسمالية الدولية ، يتمثل في حالة خروج رؤوس الأموال بشكل مفاجيء ، فقد يؤدي الخروج المفاجيء لرؤوس الأموال – ذلك لأنها نوع من الأموال الساخنة أو نتيجة لصدمة سلبية – يؤدي لحدوث إنخفاض في قيمة العملة المحلية وأسعار الأوراق المالية و قد يزيد سعر الفائدة المحلية أو يبقى على حاله، ذلك حسب درجة الإحلال بين الأصول المحلية أو الأجنبية ، هذا في حالة إتباع سعر الصرف المعوم أما في حالة أسعار الصرف الثابتة تنخفض أسعار الأوراق المالية

---

(1) ـ شانغ جين وي ، العولمة والتجربة الآسيوية ، مداخلة مقدمة في ندوة العولمة وإدارة الإقتصاديات الوطنية ، برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي ،صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، 18-19 نوفمبر 2000 ، ص 147 .

(2) - London school of Economics and Political science، **the Hare and Tortoise: does slow and steady financial liberalization win the Race? A Tunisian case study**، working Paper series № 01-09، London ، November 2001, p17.

ويتدخل البنك المركزي لوقف تدهور العملة المحلية عن طريق عرض الإحتياطات الأجنبية ، مما يخلق موجة تشاؤمية تزيد من عمليات بيع الأوراق المالية و قد تلجأ الحكومة إلى رفع سعر الفائدة لتعويض المستثمرون عن الخسارة التي لحقت بهم ، لكن هذا الإجراء من شأنه أن يؤدي إلى رفع تكلفة الإقتراض وبالتالي تنخفض معدلات الأسعار [١].

إذ يسلك المستثمرون سلوك القطيع وهو ميل مجموعة من المستثمرين إلى محاكاة بعضهم في أسلوب المتاجرة ومن الممكن لمستثمري المحفظة أن يقومو بالمتاجرة بالمحاكاة الجماعية بشكل متعقل أو غير متعقل ، فعدم التماثل في المعلومات قد يدفع المضاربين غير الملمين بالمعلومات ولكنهم متعقلون ، إلى إختيار المتاجرة بنفس الطريقة التي يتبعها نظرائهم من المضاربين واسعي الإطلاع وبما أن مشكلة المعلومات قد تكون في حالة الإستثمار في سوق أجنبية أخطر مما هي عليه في حالة الإستثمار في السوق المحلية ، فبالتالي تكون المتاجرة بالمحاكاة الجماعية أشد وطأة [٢].

هذا ما أكدته بعض الدراسات (MAHMOUD Mohiedin and SAHAR Nasr ، ٢٠٠٠)[٣] ، التي بحثت في سلوك المتاجرة لدى المستثمرين الأجانب في بورصة كوريا للأوراق المالية خلال الفترة (ديسمبر 1996- يونيو 1998) وكانت نتائجها كما يلي :

---

(1) ـ سيد إبراهيم عبد الفضيل ، مرجع سبق ذكره ، ص ـ ص ، ٣٥٢ـ٣٥٣ .

(2) ـ شانغ جين وي ، مرجع سابق ذكره ، ص 156 .

(3) ـ شانغ جين وي ، مرجع سابق ذكره ، ص 161 .

- إن مختلف فئات المستثمرين الأجانب تتبع في المتاجرة أنماطاً مختلفة ، فالجمع بين هذه الفئات في خانة واحدة قد يؤدي إلى نتائج بعيدة وأن المستثمرين الأجانب الذين يقيمون في كوريا ميلهم قليل نحو المتاجرة وفق التغدية الرجعية الإيجابية خلال الفترة التي تتسم بالإستقرار .

- يرجح أيضاً أن يقوم المستثمرون الأجانب المقيمون بالمتاجرة بالمحاكاة الجماعية أو أنهم يتبعون هذا النمط بقدر أقل .

- نجد أنه ، من بين المستثمرين الأجانب غير المقيمين ، تقوم المؤسسات على الأرجح بالمتاجرة بالقوة الدافعة الإيجابية . لكن ميلها نحو المتاجرة بالمحاكاة الجماعية أقل إحتمالاً .

٣ . تأثر الصناعة المصرفية بالتحرير المالي وتوجهها لأنشطة عالية المخاطر: ينصح العديد من الخبراء بالتدرج في عمليات التحرير المالي كما أن تتم مجموعة من الإصلاحات على مستوى الاقتصاد الكلي ليتم الاستقرار الاقتصادي قبل عمليات التحرير المالي، فقد أثبتت دراسات بأنه هناك علاقة قوية بين تدهور أوضاع الاقتصاد الكلي والتحرير المالي وزيادة حدة الأزمات المصرفية (١).

نجد في الحالة التركية التي عانت من حدة ازمة مالية سنة ٢٠٠١ ، بأن نظامها المالي عان من حالة عدم الإستقرار منذ انتهاجها لعمليات التحرير المالي ، فقد زادت حدة عدم الإستقرار في الإقتصاد الكلي فتواصل تدهور قيمة الأصول المالية وإرتفع العجز في الموازنة العامة، كما إرتفعت أسعار الفائدة،

---

(1) - MAHMOUD Mohiedin and SAHAR Nasr , **vulnerability of banking systems to crises in emerging markets the case of Egypt , Morocco and Tunisia** , Op Cit, p5.

هذا بالرغم من سعي الحكومة التركية لتطبيق برنامج مدعوم من صندوق النقد الدولي قدم في ديسمبر ١٩٩٩، يهدف للسيطرة على التشوهات بالاقتصاد الكلي وتعزيز النظام المالي، بالرغم من ذلك لم يتم الوصول لحالة الاستقرار الكلي، هذا ما عجل بتوسع حالات التعثر المصرفي وحلت الأزمة المالية سنة ٢٠٠١ (١).

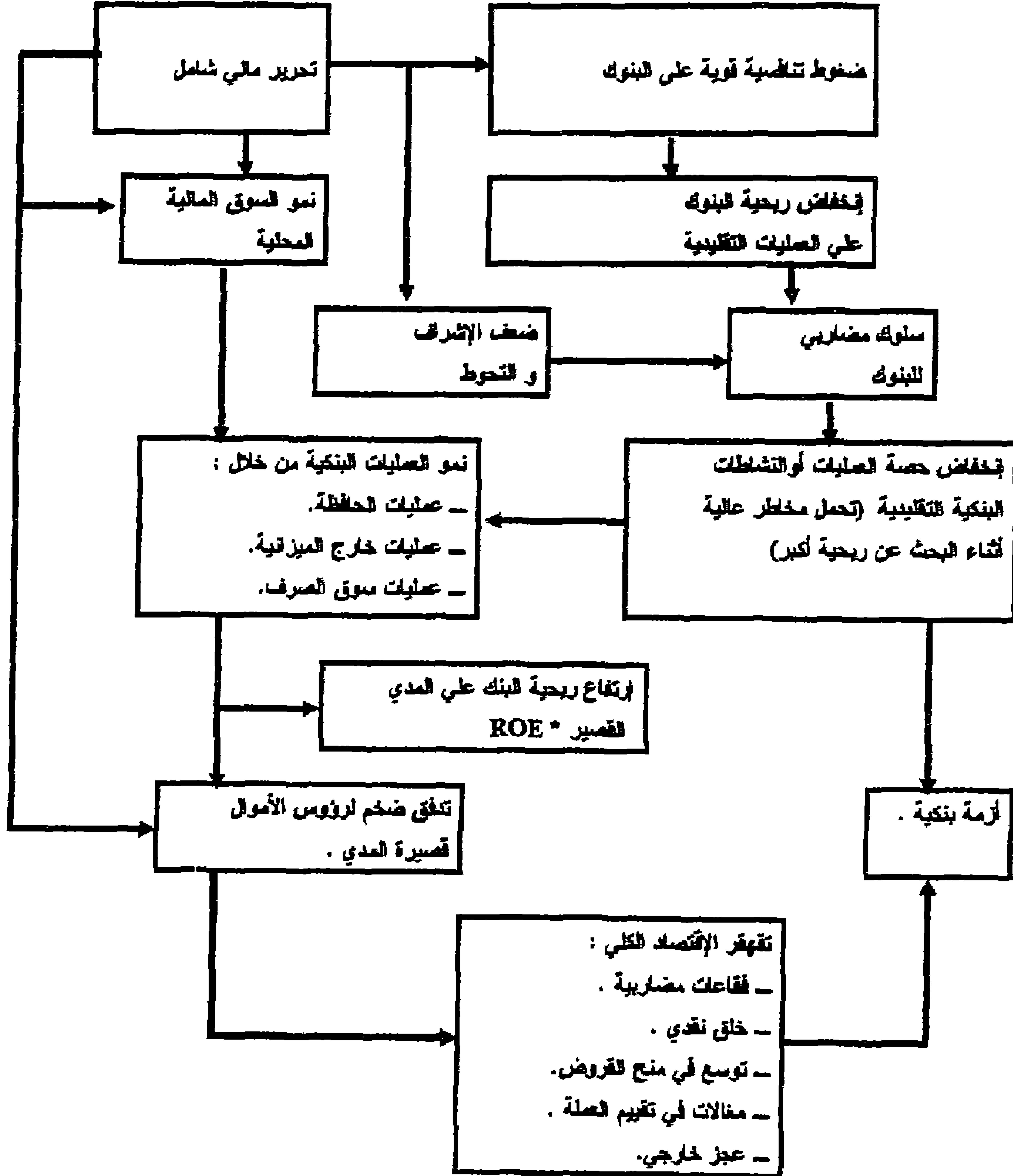
من ناحية أخرى أدت عمليات التحرير المالي إلى إنخفاض الأهمية النسبية للودائع لدى البنوك وإنخفاض ربحية الخدمات المصرفية التقليدية في جميع أنحاء العالم ، هذا بدوره خلق حافز للبنوك لإتباع إحدى الاستراتيجيات إما عن طريق إتباع إستراتيجية أكثر خطورة في خطوط الأعمال التقليدية ، أو من خلال السعي إلى أنشط جديدة وأكثر خطورة (٢) ، يمكن توضيح ذلك في الشكل التالي :

(1) –CANAN Yildirim, **mord hazard corporate governance and bank failure: evidence from the 2000-2001 Turkish crises** , economic research forum 15th Annual conference: equity and economic development , economic research forum , Cairo 23rd – 25th November 2008 , P. P , 3-7.

(2) –FRANKLIN Edwards and FREDERIC Mishkin , **the decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy** , economic policy review , July 1995 , p 27 , available at : 04/6/2009http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1029618

الشكل رقم :(٩)

علاقة التحرير المالي بالسلوك المضاربي للبنوك وحدوث الأزمات المصرفية



* Return on equity.

Source: Economie Internationale, La Revue Du Cep83 ,1[er] Trimestre, 2001, P13.

من خلال الشكل السابق يلاحظ تقييم شامل للعوامل الأساسية لمنشأ الأزمات المصرفية في سياق التحرير المالي الذي انتهجته معظم الأنظمة المالية ، فلقاء التحرير المالى تواجه المؤسسات البنكية إنخفاض لقدرتها التنافسية أمام المؤسسات المالية غير البنكية ، ذلك بسبب قيود السياسة النقدية و قيود مقررات لجنة بازل وبهدف محافظتها على إستقرارها المالى تجازف للإستثمار فى مجالات إستثمارية عالية المخاطر فقد تكون آثارها الخارجية وخيمة على الإستقرار المالى بالنظام المالى.

أما في حالة الأزمة المالية التي حلت بالنظام المالي الأمريكي وإنتشرت بأغلبية الأنظمة المالية العالمية، نجد توسع أصول المصارف الأمريكية بمقدار ١٩١٥ مليار دولار خلال الفترة يناير ٢٠٠٧ إلى نهاية سبتمبر ٢٠٠٨، مقابل زيادة بلغت فقط ٧٨٥ مليار دولار في الودائع المصرفية، أما في منطقة اليورو فقد ازدادت الأصول للمصارف الأوروبية خلال الفترة نفسها بمقدار ٤٦٣٩ مليار يورو مقابل زيادة فقط ٢٤٢٦ مليار يورو لودائع هذه المصارف خلال الفترة نفسها [1] ، فالنظام المالي في الدول الصناعية تجاهل إعتبارات الحدود المعقولة للرافعة المالية لكل مؤسسة على حدى، بل كان قد اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن طريق خلق أدوات مالية جديدة عن طريق الهندسة المالية يعرف بالمشتقات المالية (financial derivatives) يمكن عن طريقه توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناءاً على أصل واحد ، فالإفراط في هذه المجازفات أدى إلى عدم الإستقرار المالي بالعديد من الأنضمة المالية للدول الصناعية.

(1) ـ صندوق النقد العربي ، **الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية** ، بدون دار نشر ، أبو ظبي، ديسمبر ٢٠٠٨، ص ٤.

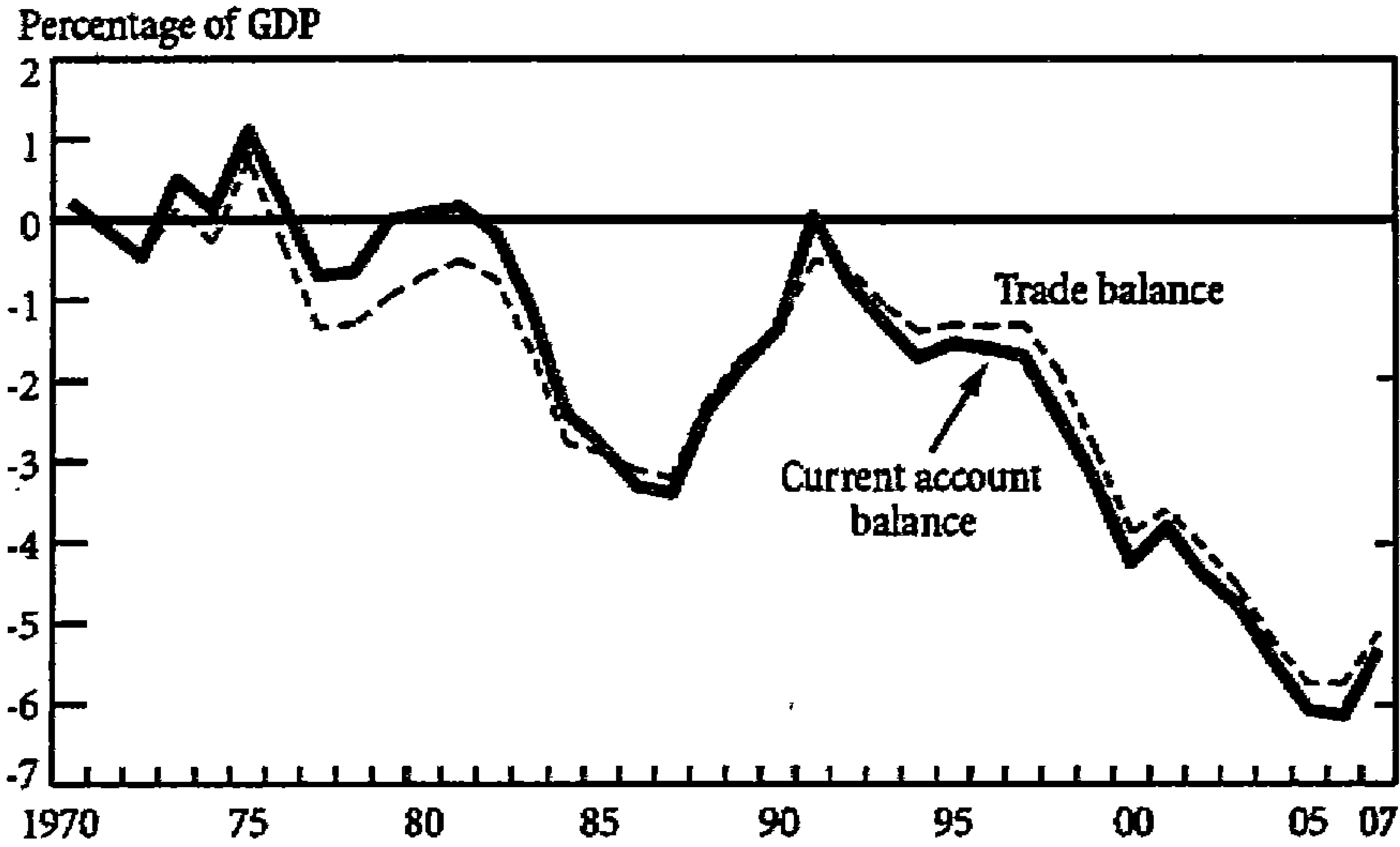
رابعاً ـ عجز ميزان المدفوعات وزيادة حجم الديون:

يمكن تبيين ذلك من خلال وضع الاقتصاد الأمريكي الذي شهد أعنف أزمة مالية قد كانت تداعياتها على أغلب اقتصادات العالم دون إستثناء ، فإعتماد سعر الصرف العائم زاد من إضطرابات أسواق النقد في العالم ، هذا بدوره جعل الدول تزيد من إحتياطاتها من العملات الأجنبية خاصة الدولار، ذلك لإتقاء مخاطر أسواق النقد، هذا سبب طلباً متزايداً على الدولار ومكن الإقتصاد الأمريكي من سد عجوزاته بتصدير عملته لا بتنمية صادراته وخفض إنفاقها كما تعمل بقية الإقتصادات، فنمو الإقتصاد الأمريكي لم يكن بسبب المعدلات المرتفعة للإدخار، بل كان بسبب مراكمة ديون كبيرة على صعيد القطاع العائلي وقطاع الأعمال كما على صعيد الموازنة الفدرالية ، هذا ما جعل الإقتصاد الأمريكي يقف على جبل هائل من الديون قبل الانفجار والسقوط [1]. ويمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي الذي يوضح تطور الحساب الجاري الأمريكي والميزان التجاري ذلك خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠٠٧) كما يلي:

(1) – غالب أبو مصلح ، أمريكا وأزمة النظام الاقتصادي العالمي ، مجلة شئون الأوسط ، العدد ١٣٠ ، مركز الدراسات الإستراتيجية ، لبنان، خريف ٢٠٠٨ ، ص ٤٩.

الشكل رقم:(١٠)

تطور نسبة الحساب الجاري الأمريكي والميزان التجاري للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠٠٧)



Source: federal Reserve BANK OF NEW YORK، **the Changing Nature of Number 4 June 2008.Balance of Payments** ، Volume 14 available at: 15/10/2009 http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci14-4.pdf

من خلال الشكل السابق يلاحظ:

- عجز الحساب الجاري الأمريكي والميزان التجاري في أغلبية الفترة.

- زيادة تدريجية في عجز الميزان التجاري والحساب الجاري إبتداءاً من عقد التسعينات يصل إلى أقصى عجز له سنة ٢٠٠٦ ، ليعاود الإنخفاض التدريجي لهما بعد ذلك.

فقد أوضحت العديد من الدراسات بإستخدام نماذج كمية ، في تحليل العلاقة المعنوية القوية لوجود عجز كبير في الميزان التجاري و بصفة خاصة لدول الأزمة الآسيوية و الأزمات الماكرو إقتصادية بصفة عامة ، إذ حاولت هذه الدراسات معرفة الحدود التي يمكن أن تعتبر آمنة للعجز في الميزان الجاري و لا تؤدي إلى وجود أزمات، فقدرت بحوالي ٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، ذلك مع الأخذ في الحسبان خصائص كل إقتصاد (١). فتوقعات عجز ميزان المدفوعات يساهم في إهتزاز ثقة المستثمرين في العملة ، ما يدفع العديد منهم إلى عرض المزيد من الأدوات المالية للبيع و يؤدي ذلك لهبوط حاد في الأسعار بسبب زيادة العرض عن الطلب في السوق (٢).

كما أن تغير شروط التجارة (إنخفاض الصادرات عن الواردات) لغير صالح المصدرين المحليين، يؤدي إلى إضعاف قدرتهم على خدمة الديون أو العجز عن السداد ، هذا ما حدث بإقتصادات الدول التي شهدت أزمات مالية، فإنخفاض قدرتها التنافسية يقلل من صادراتها و هو ما يعجل بإفلاس العديد من الشركات و بزيادة حدة هذا الموقف يؤدي ذلك إلى ظهور أعراض عدم الاستقرار بالنظام المالي ككل (٣). هذا بالإضافة إلى ما سبق فقد واجه الإقتصاد الأمريكي عجوزات مالية ، تمثلت في عجز الميزانية العمومية و إرتفاع الديون الحكومية وإرتفاع ديون الأفراد والشركات ، يمكن تبيين ذلك كما يلي

---

(1) – نجوى عبد الله سمك، مرجع سبق ذكره، ص ٤٢٠.

(2) – عمر عبد الحميد سالمان، مرجع سبق ذكره، ص ١٣٢.

(3) – هبة الله على أحمد عبد الجواد مكاوي، الآثار الاقتصادية الكلية لأزمات القطاع المصرفي في ظل اتباع سياسة التحرير المالي في الدول النامية مع إشارة خاصة للاقتصاد المصري، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال قسم الاقتصاد والتجارة الخارجية، جامعة حلوان، القاهرة، ٢٠٠٦ ، ص ٣٠.

- العجز المالي كان مرتفعاً قبيل الأزمة المالية، حيث قدر في ميزانة ٢٠٠٨ بمبلغ ٤١٠ مليار دولار، أي ٢.٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي، ذلك لأنه من المفروض أن يكون إهتمام بالتوازن الإقتصادي وليس بالتوازن المالي فقط، فالإنفاق الأمريكي وجه للإنفاق العسكري وليس لهدف التشغيل، كما أن الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين وليس للحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي.

- كما أظهرت وزارة الخزانة الأمريكية إرتفاع الديون الحكومية، ذلك من ٤.٣ تريليون دولار سنة ١٩٩٠ إلى ٨.٤ تريليون دولار سنة ٢٠٠٣ وإلى ١٠.٦ تريليون في سبتمبر ٢٠٠٨.

- و قد بلغت ديون القطاع العائلي قبيل حدوث الأزمة المالية ٩.٢ تريليون دولار منها ديون عقارية بقيمة ٦.٦ تريليون دولار، أما ديون الشركات فقد كان حجمها ١٨.٤ تريليون دولار، بذلك يكون المجموع الكلي للديون ٣٦ تريليون دولار أي ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي وهذه الديون بذاتها أزمة اقتصادية خطيرة.

خامسا- مسببات نقدية :

فقد أدى التحرير المالي والتطور المتنامي لدور الأسواق المالية إلى بعض التغيرات في هيكل القطاع المالي وإلى إستحداث بعض الأدوات المالية ، مما ساهم في إضعاف العلاقة التقليدية بين عرض النقود و الدخل والأسعار وقد أسفر عن ذلك قيام بعض البنوك المركزية بإعادة النظر في السياسة النقدية المطبقة ، فالهدف النهائي لأية سياسة نقدية يتمثل في الحفاظ على إستقرار الإقتصاد الكلي و الإبقاء على الأسعار عند مستويات مستقرة و منخفضة نسبيا ، إلى جانب تفادي الصدمات النقدية ، و الحد من تأثير الصدمات الخارجية ، فقد أدت الأزمات المتكررة التى لحقت بالعديد من الدول المتبنية لنظم سعر

الصرف الثابث إلى إضعاف الثقة في أطر السياسة النقدية المختارة من قبل هذه الدول.

تؤكد الدراسات الإقتصادية الحديثة أن السياسات النقدية غير الرشيدة قد تنتج عنها آثار إنكماشية وذلك من خلال تأثير تلك السياسات على ضمانات الإتمان ، فعادة ما يطلب المقرضون الأجانب ضمانات مثل الأراضي أو الأرصدة الرأسمالية ، قد تؤدي التخفيضات غير المتوقعة و الناجمة مثلا عن صدمة في أسعار الفائدة إلى تخفيض قيمة الضمان ، هذا يتسبب في تضييق الإتمان و تفاقم أثر الصدمة [1]. فمصممو السياسة النقدية لابد أن يأخدو في الإعتبار قيد الضمانات ، التي يفرضها الأجانب فجأة ومن الممكن أن تؤدي السياسة النقدية غير الرشيدة إلى تفاقم القيود على الضمانات .

فحسب دراسة أعدها (تايلور TAYLOR) [2] ، التى تفسر دور السياسات النقدية فى الأزمة الآسيوية ، أن سبب الأزمة الأخيرة في سوق العقار يعود لخطأ في السياسة النقدية (سياسة نقدية توسعية) فعدم إستقرار السياسة النقدية و تغيرها بشكل مفاجيء بين فترة و أخرى ، خلال مدة طويلة إستمرت عدة سنوات (و يقصد رفع و خفض مفاجيء لأسعار الفائدة بشكل متكرر) أمر غير سليم ، فقد لوحظ أن أسعار الفائدة إنخفضت كثيرا بشكل لم يكن متوقعا أو مفهوما في الفترة من ٢٠٠٠ إلى منتصف ٢٠٠٤ فالإنخفاض في سعر الفائدة يعني سياسة نقدية توسعية ، هذا التوسع في النقد يؤدي في نهاية

(1) – وشاح رزاق ، الأزمة المالية الحالية ، سلسلة جسر التنمية ، عدد رقم:٠٩٠٣ ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ٢٠٠٩ ، ص ١١. ص-ص، ١٩-٢٠.

(2) ـ أندريلا فيلاسكو ، مرجع سبق ذكره ، ص-ص ، ١٩-٢٠ .

المطاف إلى تضخم نقدي إما بشكل عام أو في أسواق معينة وقد كان الأثر الكبير على سوق العقارات ، فمشكلة زيادة الطلب على العقار ثم إنخفاضه و إرتفاع الأسعار ثم هبوطها السريع تكون نتيجة للسياسة النقدية .

بالإضافة إلى ذلك يرجع البعض في عدم إستقرار الأسواق بالدول التي حلت بها أزمات مالية ، إلى دور المضاربات التى حدثت في أسعار صرف العملات لدول الأزمات المالية ، فهناك مجموعة من المضاربين وكذا تكتلات مالية عالمية كبرى ، يقومون بدور كبير في المضاربات على إقتصادات مستهدفة ، و في مقدمة هذه التكتلات صناديق الإستثمار و التوفير و التحوط الأمريكية ، فعندما تجد تلك الإقتصادات أن المضاربا على عملتها ستؤثر على قيمة عملتها الوطنية ، تكون في هذه الحالة مرغمة لرفع أسعار الفائدة السائدة فى بنوكها الوطنية على العملات محل المضاربة ، بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية ، وعندإتخاد هذا الإجراء برفع أسعر الفائدة يبدأ المستثمرون بالتخلص من أصولهم المالية في الأسواق المالية و تحويل قيمتها لودائع بالبنوك للإستفادة من سعر الفائدة المرتفع ، كما تكون محصلة هذه العملية إنهيار أسعار الأصول المالية بالأسواق المالية .

سادسا- مسببات مرتبطة بالأداء بالبورصة :

فالأسباب السابقة بالرغم من قوة تأثيرها ، إلا أن حدوث آثارها كان بسبب وجود ثغرات في نظم التعامل في البورصات و بذلك يعجل بحدوث الأزمات المالية ، إذ يرى خبراء أسواق المال أن الإرتفاع المغالى فيه في قيمة أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية (فقاعات أسعار أسهم الشركات) ذلك بسبب غياب ظوابط حوكمة الشركات ، أي أن الشركات تظهر نتائج مالية جيدة في حين أن واقعها غير ذلك ، فتستمر هذه الظاهرة حتى يتم التصحيح على مستوى السوق و تنهار الأسواق المالية ، كما أن صور التعامل ذات المخاطر العالية ، كالشراء الهامشي و البيع على المكشوف عقود الخيارات و المستقبليات

التي تستعمل أدوات إدارة المخاطر المتمثلة في المشتقات المالية ، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها وسيتم التركيز في هذه الجزئية على أهمية استخدامها في التغطية وكذا التعرف على مخاطرها وتطور التعامل بها.

شهدت السنوات الأخيرة توسعاً كبيراً في إستخدام المشتقات المالية ، يمكن تعريفها: "عبارة عن أدوات مالية ترتب لحاملها إلتزاماً أو خياراً لشراء أو لبيع أصل مالي و تشتق قيمتها من قيمة أسعار الأوراق المالية الأصلية، قد بدأ التعامل بها في أوائل السبعينات تزامناً مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف والأصول المالية،الفائدة منها هي التحكم في الخطر المصاحب لتلك الاستثمارات ولا يقتصر على ذلك فحسب بل كذلك يمتد إلى الأصول المادية الأخرى كالسلع والخدمات ، هناك أنواع للمشتقات أهمها الخيارات options و المستقبليات futures و العقود الآجلة forward contracts وعقود المبادلات swaps " (1).

كما عرفها بنك التسويات الدولية على أنها: " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضى أو تتطلب إستثمار الأصل المالي لهذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي إنتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري " (2).

---

(1) ـ عاطف وليم إندراوس، مرجع سبق دكره ، ص ٧٩.

(2) ـ بزاز حليمة وهدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، مداخلة مقدمة بالملتقى الاقتصادي الدولي الأول، أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة ، ٥ـ٦ مايو ٢٠٠٩، ص٢.

إذن المشتقات المالية هي عقود مالية تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط من المخاطر، المراجحة بين الأسواق والمضاربة، يمكن إستخلاص الخصائص الأساسية للمشتقات المالية كما يلي:

- ترتبط العقود المالية للمشتقات بأحد الأصول المالية.

- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (أسعار الفائدة، أسعار الصرف أو سعر السلعة... الخ).

- يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي.

- تتطلب العقود المالية للمتشقات عادة إستثمارات مبدئية قليلة.

- تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.

- تتيح العقود المالية للمتشقات تحديد أو تثبيت سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة محل التعاقد في الوقت الحاضر لتسليمها أو تبادلها في وقت لاحق.

بالرغم من قدم المعلامات المنظمة لهذه الأدوات المالية المستحدثة إلا أنه نجد تعارض بشأن المعاملات بها، ففي حين يصر فريق أكثر تشاؤماً بخصوص المعاملات بالمشتقات المالية على الحد من التعامل بهذه الأدوات وذلك بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها ، في حين نجد فريق أكثر تفاؤلاً بخصوص التعامل بهذه الأدوات المالية كونه يرى بأنها تعد مفتاحاً لحل العديد من المشاكل والتي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية ويمكن إستعراض فوائد المعاملات بها من خلال إمكانية إستعمالها في إدارة المخاطر بصورة فعالة نظراً

للمرونة العالية والتنوع الكبير فيها، من أبرز هذه الفوائد ما يلي [(١)]:

- تكون أقل تكلفة من التعامل بالأدوات التقليدية كالأسهم والسندات.... إلخ.

- تمكن المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين التحوط من المخاطر المحتملة وذلك بإستخدام أموال أقل مما لو إقتنت موجودات تظهر في الميزانية.

- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.

- تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزبائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.

من خلال ما سبق يمكن إستخلاص مسألة غاية في الأهمية ، هي أنه إذا ما كانت المشتقات تستخدم في إدارة المخاطر، إلا أنها أداة تتسم بقدر كبير من المخاطرة فالمتعاقدان طرفي العقد أحدهما بائع للمخاطرة والآخر مشتري لها وهو ما يعبر البعض عنه بوجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة وتقليل حدتها وآخرون على إستعداد لتحمل المخاطرة وذلك مقابل علاوة المخاطرة ، يمكن تقسيم المخاطرة التي يتعرض لها مستخدموا المشتقات إلى ما يلي[(٢)]:

- **المخاطر الإئتمانية:** تسمى بمخاطر عدم الوفاء، التي تتمثل في الخسارة

---

(1) - بن رجم محمد خمسي، المشتقات المالية: أدوات لصناعة المخاطر، مداخلة مقدمة بالملتقى الاقتصادي الدولي الأول، أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة، يومي ٥ و ٦ مايو ٢٠٠٩ ، ص ٨.

(2) - المرجع السابق ذكره، ص - ص ، ٩ - ١٠.

الناتجة عن عدم وفاء أحد طرفي العقد بإلتزاماته الناتجة عن أحد عقود المشتقات المالية.

- **مخاطر السيولة:** هي المخاطر الناتجة عن عدم توافر السيولة، أي عدم القدرة عن تسديد الإلتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، وهذا ما يجعل المعاملة بالمشتقات المالية أكثر صعوبة.

- **المخاطر السوقية:** تنشأ نتيجة تقلب أسعار مختلف الأدوات المالية بالأسواق المالية ، فأي تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغيير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية.

- **مخاطر التسوية:** هي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها، فإذا لم تسوى المعاملات آنيا ونظراً لتلقلبات الأسعار في السوق قد ينجم عن هذا خسارة أحد طرفي العقد.

- **المخاطر التشغيلية والإدارية:** تتعلق المخاطر التي تنشأ عن سوء إدارة أدوات الهندسة المالية وذلك بسبب تعقيدها وبالتالي من الصعب إدارتها بصورة صحيحة.

- **المخاطر القانونية:** تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية والغموض في بعض الجوانب القانونية للمشتقات وبالتالي صعوبة تنفيذ العقود، قد يتم ذلك بسبب عدم إمتلاك بعض المتعاملين للصلاحية في الدخول بالتعاقدات وبالتالي لن يكون إلتزام قانوني للجهة المقابلة، من ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس.

تضاعفت قيمة المعاملات بالمشتقات المالية في كل من الأسواق المالية المتقدمة والأسواق المالية الناشئة على حد السواء ، يمكن تبيين ذلك من خلال الجدول التالي الذي يوضح تطور المعاملات في أدوات إدارة المخاطر وذلك كمايلي :

جدول رقم : (٢)

تطور المعاملات في أدوات إدارة المخاطر (المشتقات المالية)

في سنة ١٩٩٨ وفي ٢٠٠٨ الربع الأول و الربع الثالث

القيمة (بليون دولار)   معدل الدوران (المليون عقد)

أدوات إدارة المخاطر(المشتقات المالية)	١٩٩٨		الربع الأول ٢٠٠٨		الربع الثالث ٢٠٠٨	
	القيمة	معدل الدوران	القيمة	معدل الدوران	القيمة	معدل الدوران
مستقبليات سعر	٥٣.٠	٥٧.١٧	٣٣.٣٦	٨٢٠.٩	٣٠.٢٧	٢٢.٩٨
خيارات سعر	٣٣.٠	٩.٧٥	٥٦.٥١	١٩٨.٦	٥٨.٥٢	٥
مستقبليات العملة%	٠.٢٢	٤.٠٩	٠.٢	١٠٢.١	٠.١٨	٤.٧١
مستقبليات الأوراق	٢.٠٨	١٣.٣٩	١.٤٤	٦٠٨.٦	١.٨٦	٢٢.٦٨
خيارات الأوراق	٦.٧٧	١٤.٦٦	٨.٢٣	٨٥٢.٥	٨.٩١	٤٤.٠٦
التوزيع ١٠٠ %	١٣٩	١٣٢٩.٣	٨٠٣١٥.	٢٦٠٠	٧٦٩٨٥.	٢٧٩٠.٤
شمال أمريكا %	٥٣.٠	٥٣	٤٧.٠١	٣٣.٨٨	٤٩.٦٦	٢٨.١٧
أوروبا%	٣١.٥	٣١.٥٢	٤٥.٦٨	٣١.٣٨	٤٣.٥٠	٢٧.٣٤
آسيا و المحيط	١٣.٤	١٣.٤٩	٠.٩٥	٢٨.٩١	٥.٦١	٣٩.٢٤
باقي العالم%	٢.١٥	٢.١٥	١.٣٣	٥.٨	١.٢	٥.٢٣

- <u>المصدر</u> : من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات من :

- International Monetary Fund ، **World Economic and Financial Surveys Global Financial Stability Report Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk** ، Washington ، April 2009، p.p ،180 .181.

- The World Federation of Exchanges ، **Futures and Options** ، available at:

http://www.world-15/02/2010 exchanges.org/statistics/annual/equity-markets

و من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة التغير في تطور المعاملات بالمشتقات المالية في الأسواق المتقدمة أكبر من نسبة التغير في تطور المعاملات بها في الأسواق الصاعدة ، ذلك نظراً لوجود العديد من القيود بالأسواق الصاعدة ومراحل تنمية وتطور هذه الأسواق ، بالإضافة لضعف وعدم كفاية النطاق التشريعي والرقابي ، هذا بناءاً على مقارنتها بنظيرتها من الأسواق المتقدمة خصوصا الأسواق المالية الأمريكية ، كما يمكن أن نلاحظ من خلال الجدول بأنه زاد معدل دوران هذه المشتقات في الفترة الأخيرة في الأسواق الأرورربية والآسيوية على غرار الأسواق الأمريكية ، إذ يرى الخبراء في أسواق المال أن المضاربات غير المنظبطة في بورصات الإقتصادات التي وقعت بها أزمات مالية كانت سببا مباشرا لها ، فالمظاربين يستغلون أدوات إدارة المخاطر (المشتقات المالية) فيمايلي:

- وسيلة تمكن المضاربين الذين يغتنمون فرص الربحية من عقد الصفقات دون أن يمتلكون الثمن أو السلعة أو أن تكون لهم حاجة فيها .

- أنها تتطلب تقلب الأسعار بإستمرار و بسرعة حتى يتمكن المضاربون من جني فرص الكسب ، فقد يلجأون إلى ممارسات غير أخلاقية

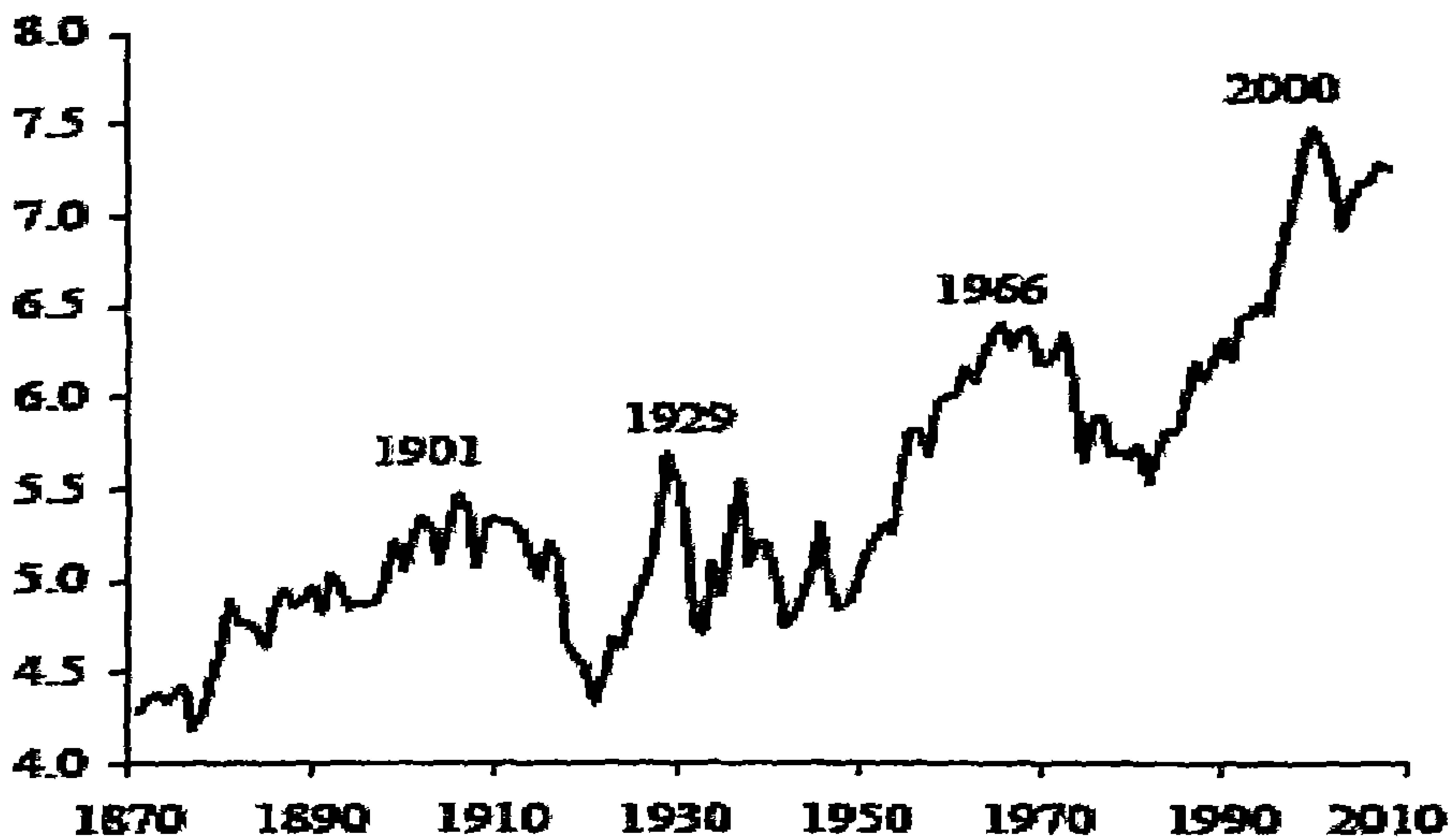
للتأثير على الأسعار .

- كما أنها تنطوي على مخاطر عالية ، فكل طرف فيها يضارب على ما يحقق له مصلحة صعودا أو هبوطا للسعر في مواجهة مضارب الطرف الآخر .

يعتقد أن الأزمات المالية سببها ندرة المعلومات الجيدة و إنعدام الموائمة بين حوافز الآعبين في السوق المالية ، فعندما تكون المعلومات نادرة و موزعة بشكل غير عادل asymmetric فإنه يتوقع ألا تعكس الأسعار مستوى الطلب و العرض ، ولذا تنحرف عن أساسيات السوق ، فالتطورات في تقنيات الإتصال تلعب دور كبير في مغالاة أسعار الأصول بشكل غير عقلاني (Bubble) ، يمكن توظيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم:(١١)

شكل يبين التطور في أسعار الأسهم بدلالة التطور في تقنيات المعلومات و الإتصال



المصدر : وشاح رزاق ، الأزمة المالية الحالية ، سلسلة جسر التنمية ، عدد رقم :٠٩٠٣ ، المعهد العربي للتخطيط ، ، الكويت ، ٢٠٠٩ ، ص ١٦.

من خلال الشكل يلاحظ ، إرتفاع في أسعار الأصول المالية بشكل متدبدب ذلك بدلالة إرتفاع المؤشر العام لتطور تقنيات الإتصال و المعلومات .

كما أن التطور في صناعة الإئتمان والإقراض أو بالأحرى نشاط التوريق Securitization قد خلط الأمور ، مما جعل المعلومات و الخيارات الآزمة لتسعير مخاطر الإئتمان نادرة و متشعبة ، وهذا بدوره أدى إلى صعوبة التسعير خاصة تسعير المخاطر [1].

---

(1) - وشاح رزاق ، مرجع سبق ذكره، ص ١١.

المبحث الثالث

تداعيات الأزمات المالية فى أسواق رأس المال و و سائل مواجهتها ((الأزمة المالية لسنة ٢٠٠٨ نمودجا))

يتطلب مواجهة تداعيات الأزمات المالية على أسواق المال إتخاد الإجراءات الآزمة و بسرعة من أجل توقيف إنتشار أعراض الأزمات المالية بين القطاعات الإقتصادية و يتضمن هذا المبحث رصد الأساليب العملية التي تم الإعتماد عليها لمواجهة الأزمات المالية سابقة الحدوث مع أخد الأزمة المالية العالمية عام (٢٠٠٨) نمودجا للدراسة ذلك على المستوى الإقتصاد الذي حلت به تلك الأزمة و على مستوى باقي الإقتصادات في العالم التي عانت من تداعيات تلك الأزمة ، هذا من أجل رصد مختلف الإجراءات التي حاولت الإقتصادات العربية للتخفيف من تداعيات الأزمة عليها و ذلك كما يلي :

أولاً : محددات إنتشار تداعيات الأزمات المالية فيما بين أسواق رأس المال :

إتسمت الأزمات المالية التي وقعت سابقاً أنها ذات أثر إقليمي ، إذ يؤدي وقوع أزمة مالية في اقتصاد ما إلى إنتشار أعراضها و تأثيرها في الإقليم الذي تقع فيه ، فأصبحت تداعيات الأزمات المالية انعكاس لإطلاق مصطلحات تشير إلى الأزمات المالية ، فأطلق على الأزمة المالية المكسيكية (٩٤-١٩٩٥) الأزمة الإقليمية Tequila ، و على الأزمة الأسيوية ١٩٩٧ باسم الإنفلونزا الأسيوية Asian Flu و كذلك أطلق على الأزمة الروسية في ١٩٩٨ بإسم البرد الروسي Russian cold ، كما سميت أزمة البرازيل ١٩٩٩ باسم Sneeze، و أزمة الولايات المتحدة الأمريكية ٢٠٠٧ بأزمة الرهون العقارية ، ذلك لأن أغلبية محدداتها كانت بسوق الرهون العقارية و أنتشرت تداعياتها للعديد من الإقتصادات في العالم .

١- مفهوم إنتقال تداعيات الأزمات المالية : فحدوث الأزمات

المالية بصفة دورية وتعاقبها على مستوي العالم دون إستثناء، وما لها من تداعيات خطيرة للعديد من الاقتصاديات نتيجة لإنتشارها، هذا الأمر جعل محل إهتمام مستمر لدى الاقتصاديين وواضعي السياسات و مديري صناديق الإستثمار والمستثمرين على حداً سواء ، إذ أن إنتشار تداعيات الأزمات المالية له دور كبير في توزيع وتخصيص الإستثمارات وتسعيرها.

و بوجه عام يشير إنتشار تداعيات الأزمات المالية إلى : " إنتشار الإضطرابات المالية من إقتصاد إلى آخر، فالكتابات على إنتشار تداعيات عدم الإستقرار المالي تري كذلك بأنها في زيادة كبيرة في الروابط بين الأسواق المالية وذلك بعد حدوث صدمة في إحدى هذه الأسواق المالية أو مجموعة منها ، كما أن إنتشار تداعيات الأزمات المالية لا يمكن ترتبط فقط بزيادة علاقة الإرتباط بين نظامين ماليين أو سوقيين ماليين أو أكثر أبان الأزمات المالية أو حدوث صدمة ما وبذلك تكون آثار سلبية فيما بينها، فيمكن أن يكون إنتشار عدم الإستقرار المالي في شكل آثار إيجابية ، فمثلاً إنهيار سوق مالي ما في أحد الإقتصادات يؤدي إلى إرتفاع مؤشرات سوق مالي آخر " (١) .

كما يشير إنتقال تداعيات عدم الإستقرار المالي في الأدب الاقتصادي إلى أنها : " تلك العملية التي تنفذ من خلالها آثار أزمة ما تحدث في إحدى الأسواق إلى الأسواق المالية الأخرى ، وأسواق عملات و/ أو أنظمة مصرفية ، وتنقسم بدورها إلى إنتقال أساسي لتداعيات الأزمات المالية و إنتقال بفعل المستثمرين و كلاهما يؤديان إلى الأزمان المالية " (٢).

---

(1) . DIMITAIS Kemerungios and ARISTEI DIS Samitas and NIKDS Paltaliolis, **Finamcial Criseds and Stock Market Contagion in a multivariate time-varying asymmetric framework**; Journal of international financial Morret, institutions and Money, № 21, P 93, available at : 3/2/2011 www.elsevier.com/LocaTe/intfin.

(2) . هبة الله علي أحمد عبد الجواد مكاوى ، الآثار الاقتصادية الكلية لأزمات القطاع المصرفي في ظل اتباع سياسات التحرير المالي في الدول النامية مع استشارة خاصة للاقتصاد المصري ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٨ .

إذ يقصد بالإنتشار الأساسي : الذي يزيد من علاقات التأثير المتبادل بين الأسواق ذلك بسبب الروابط الإقتصادية وتتمثل في الصدمات المشتركة (تغيرات في معدلات الفائدة العالمية، أو أسعار سلع مهمة كالنفط مثلاً، أو تغير معدل النمو لدى الإقتصادات الفاعلة في الساحة الإقتصادية العالمية المتمثلة في بلدان منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية) ، والروابط التجارية (نتيجة عمليات التصدير والإستيراد وتقلبات شروط التجارة) والروابط في الأسواق المالية (بسبب تأثير التدفقات المالية).

أما إنتقال تداعيات الأزمات المالية بفعل المستثمرين فهي : تلك التي تكون بسبب سلوك المستثمر، أي تلك الصدمات التي قد تحدث في سوق ما، وتنتشر آثارها إلى أسواق أخرى ذات علاقة إرتباط بها وذلك من خلال قناتين الأولى السيولة و الحوافز، و الثانية المعلومات ، فتلعب السيولة و الحوافز دفعاً مهماً لإنتقال تلك التداعيات حيث أن حدوث أزمة في سوق يمكن أن يتسبب في إنهيار أسعار الأصول فيحدث نقص في السيولة لدي المستثمرين الأفراد أو المؤسسات، كما تنخفض الأرباح الموزعة فيحدث ذعر، أما إنتقالها من خلال قناة المعلومات فيشير إلى إتباع صغار المستثمرين لسلوك كبار المستثمرين (ظاهرة التشابه المرئي (Visible similarity) في اتباع السلوك (Wake up coll ذلك بما يتعلق بالبيع والشراء في الأسواق المالية أو السحب والإيداع، هذا ما يحدث في أوقات الأزمات المالية عندما تبدأ التكتلات الإقتصادية الكبرى في الإنهيار تبدأ عمليات البيع بأسواق الأوراق المالية والتدافع لسحب الودائع من قبل المستثمرين الأفراد وبذلك يتم التعجيل بوقوع الأزمة.

٢- قنوات إنتقال تداعيات الأزمات المالية : في الحقيقة توجد عدة قنوات لها من إقتصاد للآخر ، فالفكر الإقتصادي وجد ثلاثة إحتمالات لنتقال تداعيات الأزمات المالية هي :

- **الإحتمال الأول (التزامن Coincidence)** : يقصد بذلك حدوث الأزمة في كل من الدولتين (I.J) في نفس الوقت على سبيل المثال الإرتفاع الحاد في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية في أوائل ١٩٨٠ وعام ١٩٩٤ كان سبب رئيسي في حدوث أزمة الديون المكسيكية سنة ١٩٨٢ وفي سنة ١٩٩٤، كذلك خفض سعر الصرف للين الياباني في الفترة (١٩٩٥-١٩٩٧) كان سبباً في الأزمة الآسيوية بضعف القدرة التنافسية للقطاع الخارجي للإقتصادات الآسيوية[1].

- **الإحتمال الثاني (أن تكون الأزمة أو الصدمة ذات طابع عالمي أو إقليمي مشترك (Common Global or regicand shock)** : أي تتعرض الدولتان (I.J) لنفس الأزمة العالمية، مثلاً التقلبات الكبيرة في أسعار السلع الإستراتيجية كالنفط مثلاً.

- **الاحتمال الثالث هو الإنتقال (Contagion)** : أي تقع أزمة مالية في إحدى الدول أو مجموع أسواق أو مؤسسات وتنتشر إلى مجموعة أخرى من الدول أو الأسواق أو المؤسسات وهذا الإحتمال الأخير ما نركز عليه في الدراسة، فحسب هذا الإحتمال توجد عدة قنوات تفسر أسباب إنتقال تداعيات الأزمات المالية وهي :

أ- **دور الروابط التجارية** : أثبتت دراسة تجريبية (2001 Corelinevon , Beatnige Weoler)[2]، على أن للروابط التجارية

---

(1) . FASITCA Haile and SUSAN PO70, **Currency Grisis contagion and the identification of tronsmiffion channels** ، international Review of Economics and Finance , №7, 2008 , P 574, available at : 3/2/2011 www.elsevier.com/Locate/iref

(2) - CAROLINE Van Rijckeghem and BEATRICE Weder, **Sources of Contagion : is it finance or Goale ?**, Journal of international Economics № 51, 2001 P305, available at : 3/8/2010 www.elservier.nl/locaTe/Econbase

دور مهم في إنتقال تداعيات الأزمات المالية، وهناك ثلاثة قنوات يتم من خلالها ، هذه القنوات هي أثر الكفاءة Electiveness Effect ، وأثر الدخل Income Effect و أثر الإستيراد الرخيص sheap Import Effect[1].

فأثر الكفاءة يتحقق عندما تحدث أزمة في الدولة (A) وبذلك يتحتم عليها تخفيض سعر صرفها أو يكون تلقائي نتيجة عمليات المضاربة ، ومع وجود منافسة بين تلك الدولة ودولة (B) أخرى فإن الدولة (B) تقوم بخفض قيمة العملة لترفع من قدرتها التنافسية أمام الدولة (A) التي نتيجة إنخفاض معدل صرفها يكسبها قدرة تنافسية أعلى، هذا ما يؤدي لنقص تدريجي في إحتياطات الدولة (B) وبالتالي وقوع هجمة مضاربة عليها.

أما أثر الدخل فيحدث عندما تؤثر أزمة مالية على دخل ومعدل نمو الدولة (A)، وبالتالي تؤثر سلباً على وارداتها والتي تعني صادرات للدولة (B)، و مع إنخفاض صادرات الدولة (B) يتجه ميزانها التجاري لتحقيق عجز ، و بالتالي نفاذ إحتياطاتها من النقد الأجنبي فتحدث هجمة مضاربة ، في حين أثر الاستيراد الرخيص يتحقق عندما تقوم الدولة (A) بتخفيض قيمة عملتها نتيجة حدوث أزمة مالية بها و بالتالي ينخفض السعر النسبي لصادراتها، وبالتالي تنخفض أسعار الإستيراد في الدولة (B) المستوردة منها ، و بالتالي ينخفض المستوي العام للأسعار وبالتالي الطلب المحلي ، هنا يتجه الأفراد لحيازة عملات أجنبية بدلاً من العملة الوطنية فينخفض الإحتياطي من النقد الأجنبي و تحدث أزمة عملة التي تتسبب في الغالب لباقي الأنواع من الأزمات المالية.

إلا أنه يمكن الإشارة إلى أن الآليات الثلاثة السابقة قد لا تؤثر في نفس الاتجاه، وبالتالي يكون أثر إنتقال تداعيات الأزمات المالية الناتج عن الروابط

---

(1) - FAJIKA Haile and SUSAN، P. 70, Op. Cit., p. 575.

التجارية ضعيف ، حيث يزيل أثر أحد تلك الآليات أثر الآخر.

كما أن كثافة التجارة بين الإقتصادات تؤدي إلى تزامن الدورات الإقتصادية ، حيث أنها بمثابة قناة لإنتقال الصدمات فيما بينها ، وأن التشابه في الروابط التجارية يعزز من عملية التقارب فى الدورات الإقتصادية ، و يترتب على زيادة الروابط التجارية زيادة الروابط المالية ، ذلك لأنها تعزز الإستثمار الأجنبي المباشر في القطاعات الموجهة للصادرات ، أو لأنها تزيد من القروض الدولية ، وقد أكدت نتائج دراسة (SIEDSCHLAG and GOGGIN ، ٢٠٠٩) على وجود علاقة إرتباط بين كثافة التجارة و التكامل المالي من ناحية و التقارب في الدورات الإقتصادية من ناحية أخرى ، بين الإقتصاد الإيرلندى و شركائه التجاريين خلال الفترة (١٩٨٣ ـ ٢٠٠٦) [(١)].

ب- دور الروابط المالية في تحقيق إنتقال تداعيات الأزمات المالية :

يعتبر إندماج أسواق رؤوس الأموال أحد أسباب إنتقال الصدمات من إقتصاد لآخر، وكذلك سرعة تدفقات رؤوس الأموال و خروجها التي تكون أكثر بعدة مرات من سرعة تعديل الإقتصاد الحقيقي، وبذلك فإن التحرير المبكر لحساب رأس المال يمكن أن يترك الإقتصاديات الناشئة عرضة للإصابة بالأزمات.

إذ توجد الروابط المالية التي توحد الدول على المستوي الدولي، فالدول التي حررت أسواق رؤوس الأموال لديها تركت الإستثمارات والعملات الأجنبية تدخل إليها وتتوزع فيها دون إستعمال مقاييس تهدف إلى إبطاء بعض التدفقات، فعندما يصبح الإستثمار جذاباً في دولة ما يؤدي إلى تدفق الأموال

---

(1) ـ نشوى مصطفى ، كثافة التجارة و تزامن الدورات الإقتصادية بين مصر و أهم شركائها التجاريين ، مجلة التنمية و السياسات الإقتصادية ، المجلد الثالث عشر ، العدد الأول ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ٢٠١١ ، ص ـ ص، ٦٩ ـ ٧٠.

إليها أكثر من تدفق الأموال خارجها، نتيجة لذلك يعاد تقدير قيمة العملة مهما يؤثر ذلك على إنخفاض القدرة التنافسية، وحدوث عجز في الحساب الجاري نتيجة للتدفق المكثف لرؤوس الأموال إليها، يزيد الأمر حدة عندما لا يكون لذلك أثر على الاقتصاد الحقيقي(١).

إذ أن هناك روابط مالية مباشرة تساهم في نقل تداعيات الأزمات المالية، ويقصد بها الإستثمارات المالية المباشرة بين مختلف الإقتصادات، تلعب دوراً هاماً في إرتباط المؤسسات بين تلك الإقتصادات من جهة وعوائد القطاع المالي من جهة أخرى ، فمثلا عندما تحدث أزمة مالية في دولة (A) وتنهار مؤشرات أسواقها المالية، فهذا يؤدي إلى إنهيار أسعار أسهم المؤسسات التابعة للدولة (B) والعاملة في الدولة (A) في أسواق الأوراق المالية للدولة (B) و يؤثر ذلك على مؤشرها المركب حسب الأهمية النسبية لتلك المؤسسات في هذا المؤشر، بالإضافة لذلك سوف تتأثر حتى أسعار أسهم المؤسسات التي لها علاقة بالمؤسسات العاملة في الدولة (A)، كما توجد روابط مالية غير مباشرة تساهم في ذلك فإذا كان القطاع الحقيقي (RS) والبنوك (BANK) والأسواق المالية (FM) و المؤسسات غير المالية (NBFMP) وتشير ($BANK_k$) إلى البنوك التابعة للدولة (I) وتزاول نشاطها على نطاق دولي في دولتين مثلاً (I.J) فيمكن تبيين تلك الروابط غير المباشرة كالآتي(٢):

---

(1) . MOAXIYE Balthgzord ، **alefale des controles de capiotousc dons la reduction de la volatilité en presence de crifes financiers et colombie**، rapport de recherele de maitrise ، université de Montreal ، Montareal ، Join 2006 ، p .p . 5-6.

(2) . بالاعتماد على :

- هبة الله علي أحمد عبد الجواد مكاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص ٤٠-٤٥ .
- عربي مدبولي أحمد، **التنبؤ بأزمات العملة في دول الأسواق الصاعدة و سياسات تجنبها : دراسة تطبيقية مع إشارة خاصة للإقتصاد المصري** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة و إدارة الأعمال قسم الإقتصاد و التجارة الخارجية ، حلوان ، ٢٠٠٧ ، ص ص ٥٥ - ٥٧ .

- إنتقال تداعيات الأزمات المالية من قطاع حقيقي في الدولة (I) إلى قطاع حقيقي في الدولة (J) من خلال بنوك تزاول نشاطها دولياً:

$$RS_I \rightarrow BANK_k \rightarrow AS_j$$

ففي حالة حدوث أزمة مالية في الدولة (I) يقوم البنك بتغيير حجم الإئتمان المقدم أو يغير من محفظة القروض الخاصة به التي يمنحها للمقترضين في الدولة (I) ويتبع نفس الحال مع الدولة (J)، ومن ثم تنتقل أثر الصدمة التي واجهة البنك في الدولة (I) إلى الدولة (J) فيحدث إنتقال ذلك الأثر، فقد أكدت دراسة (Chu – Shemy Toi, 2004) على ذلك من خلال إختبار إذا ما كانت البنوك مصدراً لإنتقال آثار عدم الإستقرار المالي وذلك أبان الأزمة المالية الآسيوية سنة ١٩٩٧، فقد خلصت إلى أن البنوك يمكن أن تكون مصدراً رئيسياً لإنتشار آثار عدم الإستقرار المالي .

- إنتقال تداعيات الأزمات المالية من خلال التفاعلات بين المؤسسات المالية:

$$Rs_I \rightarrow Bank_k \rightarrow Bank_j \rightarrow RS_j$$

فعند وقوع أزمة في الدولة (I)، تتوسع حالات التعثر المصرفي فهذا قد يؤدي إلى فشل البنك ($Bank_k$) و يخسر أصوله في تلك الدولة، هذا ما يؤدي إلى سحب المودعين أموالهم من البنوك المحلية (Bankj) في الدولة (J) بسبب وقوع أزمة في البنك الذي يمارس نشاطه على نطاق دولي. أي أن عدم الإستقرار المالي قد ينتقل من دولة لأخرى من خلال روابط الإئتمان .

- CLV – Sheny Tai, **Combe s source of contagion during the 1997 Asian Grisis?**, Journal of Banking, and Finance № 28, 2004, available at : 3/9/2011 www.elsevier.com/locate/econbase

- FRANCIS A. Longstaff, **The subprine Greolit Grisis and Contagion in financial markets,** Journal of Financial Economic № 97, 2010, p. 438, available at : 3/1/2011 www.elsevier.com/locate/jfec

- A. CANINCI and H.C.L.I and JOSEPH MCCORTHY, **Financial contagion : local correlation analysis**, research in international Business and Finance, № 25, 2011,pp. 22-23, available at : 3/2/2011 www.elsevier.com/locate/ribaf

- إنتقال تداعيات الأزمات المالية من خلال التفاعلات بين البنوك المتعاملة دولياً والأسواق المالية:

$$Rs_I \rightarrow Bank_k \rightarrow FM_j \rightarrow RS_j$$

حيث يساهم في نقل عدم الإستقرار المالي ($BANK_k$) من خلال أثر كفاءة عملية الوساطة المالية له، ذلك لتوسع أصوله في عدة دول فعند تعثر هذا البنك يؤدي ذلك لأزمة سيولة وأزمة إئتمان في الأسواق المالية (FMj) للدولة (J) مما يؤثر على قطاعها الحقيقي، وقد يحصل إنتقال عدم الإستقرار المالي في حالة أن أسهم البنك ($Bank_k$) ضمن المحافظ المالية لبعض المؤسسات في السوق المالية (FMj) فإن تدهور قيمة تلك الأسهم يؤثر على جودة تلك المحافظ.

- إنتقال تداعيات الأزمات المالية من خلال التفاعلات بين الأسواق المالية والمؤسسات المالية:

$$Rs_I \rightarrow FM_I \rightarrow Bank_j \rightarrow RS_j$$

فعندما تقع أزمة في القطاع الحقيقي للدولة (I) تنتقل لأسواقها المالية، وبذلك يخسر البنك ($BANK_k$) في قيمة أصوله في السوق المالية للدولة (I)، هذا ما يحتم عليه تعديل محفظة القروض في الدول الأخرى.

- إنتقال تداعيات الأزمات المالية من خلال المؤسسات غير المالية (NBFMP) :

$$Rs_I \rightarrow FM_I \rightarrow NBFMP_I \rightarrow FMj \rightarrow RS_j$$

تنتقل تداعيات الأزمة المالية من الدولة (I) إلى الدولة (J) ذلك من خلال صناع السوق أو صغار المستثمرين خاصة منهم أصحاب الأموال الساخنة، فعند وقوع الأزمة المالية في الدولة (I). يقومون بنقل آثار عدم الإستقرار المالي إلى الأسواق المالية في الدولة (J) وبالتالي للقطاع الحقيقي، حيث تستند النظريات التي تتبني هذا التفسير على أن إختلالات سوق رأس المال تولد إنتشار ذلك فيما بينها ، فبوقوع الأزمة يقوم المستثمرون في صناديق

الإستثمار إلى إسترداد أموالهم منها، وهذا يحتم على مديري صناديق الإستثمار إلى بيع الأوراق المالية لتمويل عملية إسترداد المستثمرين لأموالهم في أسواق رأس مال أخرى فينتقل عدم الإستقرار المالي .

إلا أنه في هذا الشأن أكدت دراسة (A.CAN inciand H.C.L.I.L. Joseaph Mccarthy, 2011) أن إنتقال عدم الإستقرار المالي يكون أكثر حدة بالنسبة لأسواق الأوراق المالية الفورية ، ويقل ذلك بالنسبة لأسواق المشتقات المالية .

- إنتقال تداعيات الأزمات المالية إلى الأسواق المالية من خلال البنوك :

$$\mathbf{RS_I \rightarrow FM_I \rightarrow Bank_k \rightarrow Bank_j \rightarrow RS_j}$$

حيث ينتقل عدم الإستقرار المالي من القطاع الحقيقي للدولة (I) إلى الدولة (J)، حيث تقع أزمة في القطاع الحقيقي للدولة (I) فسرعان ما تقع أزمة مالية بأسواقها المالية هذا ما يسبب في خسائر لأصول ($BANK_k$)، وهو الآخر يؤثر على الأسواق المالية بالدولة (J) ومن ثم يتأثر القطاع الحقيقي لهذه الدولة.

ج- التشابه في الخصائص الاقتصادية الكلية كمفسر لإنتقال آثار عدم الإستقرار المالي :

في الحقيقة أن الإقتصادات ذات الخصائص الإقتصادية السيئة تكون معرضة لعدم الإستقرار المالي أو أنها تواجه صدمة سلبية ، ونظراً لنقص المعلومات فإن المستثمرين يعتقدون أن الإقتصادات المتشابهة في الخصائص الإقتصادية الكلية ستحدث بها نفس الأعراض فيعجلون لتصفية مراكزهم المالية من تلك الإقتصادات[1] ، فمثلاً عندما تنهار أسواق الأوراق المالية في إقتصاد ما يقوم المستثمرون بالانسحاب من جميع الدول ذات العناصر

---

(1) _ FOFASIKA Haile and SUSAN Pozoe , Op. Cit., p. 575.

الإقتصادية الكلية المماثلة متوقعين أن نفس المشكلة ستظهر في تلك الإقتصادات أيضاً، وقد يؤدي هذا كذلك إلى أزمة ذاتية الوقوع على هذا النهج تنتشر آثار الأزمات المالية ويسمي هذا الأثر بأثر مكالمة الاستيقاظ The woke up call Effect.

إذ وجد أنه بالرغم من مبررات الأزمات المالية التى حلت بالعديد من الإقتصادات خصوصا منذ بداية عقد التسعينات ، إلا أن تلك الأزمات المالية تنتقل لدول أخرى يعتقد أن لها نفس خصائص و مقومات الدولة التى حلت بها الأزمة ، ويبرر ذلك مباديء تنويع المخاطر في محافظ الإستثمار و إدارتها ، التى تعطى نفس التقييم للأسواق المالية للإقتصادات المتشابهة فى الخصائص الإقتصادية [١].

كما أكدت دراسة (Yung Chul Park , 2001) [٢]، التي إختبرت كل من التكامل المالي، الروابط التجارية و التشابه في الخصائص الإقتصادية الكلية، كأسباب إنتشار عدم الإستقرار المالي أبان الأزمة المالية الآسيوية سنة ١٩٩٧ ، التي ظهرت بوادرها بالاقتصاد التايلندي وإنتشرت تداعياتها لباقي الإقتصادات الآسيوية، و خلصت هذه الدراسة إلى أن التكامل المالي والروابط التجارية لم تكن مفسرة بشكل كبير لإنتقال عدم الإستقرار المالي ، إلا أن التشابه في الخصائص الإقتصادية الكلية لتلك الإقتصادات كان مفسر بنسبة عالية لذلك .

---

(1) - أيمن محمد إبراهيم هندي ، محددات أزمة العملة في مصر : يوليو ٢٠٠١ ، المجلة العلمية للبحوث و الدراسات التجارية ، العدد ٢٠٠٧ ، كلية التجارة جامعة حلوان ، حلوان ، ٢٠٠٧ ، ص ٢٦٠ .

(2) -YUNG Chul Park, **International Investors. Trade linkage. Macro economic similarities and contagion of the thain crisis,** Journal of the Japanese and international Economics, № 15, 2001, p. 222, available at : 3/8/2010 www.sciencadirect.com

د- **العوامل السياسية و دورها في إنتقال تداعيات الأزمات المالية :**

تظهر أهمية العوامل السياسية في تفسير ذلك ، من خلال التجمعات الإقتصادية الإقليمية ، حيث أن الإقتصادات الأعضاء بها تحاول المحافظة على ثبات معدل صرفها فيما بينها، فعندما تقع أزمة مالية في أحد الإقتصادات الأعضاء بهذا التجمع سرعان ما تنتشر إلى باقي الإقتصادات الأعضاء الأخرى ، إلا أنه يمكن الإشارة إلى أن قوة التأثير تكون حسب الوزن النسبي للإقتصاد الذي تقع به الأزمة داخل التجمع ككل و المرحلة التى وصل لها هذا التجمع الإقليمي الإقتصادي [١*].

يمكن الإستدلال على ماسبق من خلال الوقائع الإقتصادية ، حين وقعت أزمة إنهيار النظام النقدي الأوروبي في ١٩٩٢-١٩٩٣، فقد كانت العوامل السياسية من أهم العوامل المفسرة لتلك الأزمة ، وما هو حاصل الآن أبان الأزمة المالية اليونانية ، فبالرغم من الوزن النسبي المتواضع للإقتصاد اليوناني في الإتحاد الإقتصادي الأوروبي، إلا أنه عندما وقعت الأزمة المالية اليونانية في سنة ٢٠١٠، سرعان ما إنتشرت تداعياتها لباقي الإقتصادات الأوروبية وأصبحت محل تهديد للإستقرار المالي الأوروبي [(٢)].

ثانيا- الإطار العام للأساليب مواجهة تداعيات الأزمات المالية :

تحتاج مواجهة تداعيات الأزمات المالية للدراسة العلمية لإجتياز مراحل ، تحديد المشكلة ، توصيف البدائل و تقييمها من أجل إختيار المناسب منها و في الأخير متابعة تنفيد البديل الأمثل ، إذ يتطلب هذا النوع من

---

* - يقصد الباحث مراحل التكامل الإقتصادي الإقليمي التى نظرها بيلا بلاسا (لمزيد من التفصيل راجع : محمود الإمام ، التكامل الإقتصادي الإقليمي بين النظرية و التطبيق) .

(2) - MARGARITA Kotsini and TROMAS Moutos, **EMU and Greet Crisis : The political – economy perspective**, European Journal of Political Economy, № 26, 2010, P.P 568-576, available at : 3/6/2010 www.elsevier.com/locate/ejpe.

الدراسات جهد مؤسسي متكامل و تسانده رؤية شاملة و بعيدة المدى ، في نطاق مرحلة تحديد المشكلة بالنسبة للأزمة الرهون العقارية كان مايلي[1]:

- فمرحلة تحديد المشكلة تتألف بدورها من عدة مراحل فرعية هي التعرف(recognition)، تحديد الأبعاد (identification) و التشخيص التحليلي (diagnosis) ، ومن خلال العودة للتحليل البسيط لثلاثية النشاط الإقتصادي (الإستهلاك - الإنتاج - الإدخار/ الإستثمار) يمكن التعرف على المشكلة ، فقد لوحظ أن المشكلة بهذه الدورة قبيل الأزمة المالية العالمية كانت ضمن وظيفة (الإدخار/ الإستثمار) فكانت حجر الزاوية و نقطة إنطلاق تحليل الأزمة ، فنظرا لتطور القطاع المالي إلى مايمكن القول عليه سوق المال العالمي ليضم بجانب الوسطاء الماليين التقليديين تكوينات و منتجات جديدة منها عدد كبير من القوانين و اللوائح الذي تنظم عمله و البورصات الحاضرة و المستقبلية و أجهزة الرقابة و أجهزة شبكات الإتصال ...إلخ .

تتضح أبعاد المشكلة من ظهور معاملات في الأسواق المالية بالعملات الحرة ، يتصدرها الدولار، بخلاف دخوله بنسبة ملموسة في غطاء جميع العملات بلا إستثناء و الذي يتراوح بين ٧٠-٨٠ % من السيولة العالمية ، بالرغم من أن نصيب الولايات المتحدة في الناتج القومي العالمي لايتجاوز ٢٧ % فقط ، إذ تتألف هذه القيمة من أموال فعلية متداولة و أخرى إفتراضية ، تمثل القيمة الإسمية للمشتقات المالية التي تم تداولها في نطاق نسبة علاوتها فقط ، إنها تأثر في الطلب الكلي بكامل قيمتها الإسمية .

من خلال ذلك يمكن عمل التشخيص التحليلي للأزمة ، فقد ظل

---

(1) - محمد فخري مكى ، التخليص الهام في تخليص الأوهام في الأزمة المالية الراهنة ...... من يجرؤ على المواجهة ؟ ، مجلة البحوث التجارية ، المجلد الثلاثين العدد الثاني ، كلية التجارة جامعة الزقازيق ، يونيو ٢٠٠٨ ، ص - ص ، ٨٦- ٨٩.

قطاع الوسطاء الماليين لأكثر من خمسة قرون رمز للتحفظ البالغ في الآداء ultra conservatism ، إلا أن في الفترة الأخيرة طرأت عليه طفرات فتعمق بالفعل من حيث حجم أو إنتشار أو تنوع الأنشطة على المنتجات ذائمة الإبتكار ، و أصبحت عملية توفير السيولة للإنتاج الفعلي و الإستثمارات العينية لاتمثل سوى ٣٠% من السيولة الدولية و تقل إلى ٢٠% في الولايات المتحدة الأمريكية ،بذلك كانت خطورة عمليات تضخم قوى الطلب التي أسهمت بظهور مايعرف بالفقاعة المالية التي حين أنفجرت ، أسهمت في تحطم أسعار غالبية الأصول التي تعتبر ضمانات في نظام الإقراض ، بذلك عرقلت نظام الإقراض بالكامل.

أما بالنسبة للبدائل الممكنة ففي الحقيقة كما وجد عند بداية الأزمة المالية العالمية كان نظام الإقتراض بالإقتصادلت المتقدمة في حالة تعرقل ، فالمطلوب هو الإصلاح لجعل الخروج من الأزمة أمرا ممكنا ، فمن وجهة نظر الخبراء الإقتصاديين التعامل مع الخطر الواضح و القائم بصورة سريعة ، ومن أجل تحقيق ذلك لابد على الساسة في العالم و أصحاب القرار عمل أمرين هما(1):

ـ إعادة نظام الإقتراض إلى الوضع الطبيعي و هذه المهمة صعبة خصوصا في بداية الأزمة المالية، لكن ينبغي القيام بها بالسرعة المطلوبة ، ذلك لإستمرار حالات التعثر المصرفي و إتساعها ، لإقتران المشكلة بإنخفاض ثقة المؤسسات المالية وتضائل قدراتها المالية للإنهيار أسعار الأصول في السوق المالية ، وذلك عن طريق ضخ رؤوس أموال جديدة في النظام المالي عن طريق

(1) .PAUL Krugman , **What to do with the global financial crisis?** , New York Review of books ,vol № 20, 28 December 2008, available at : 01/11/2010, http://www.nybooks.com/articles/archives/2008/dec/18/what-to-do/?page=2.

شراء الدولة للأصول المالية المتعثرة التابعة للمؤسسات المالية و بذلك تمتلك الدولة أجزاء معتبرة من أملاك المؤسسات المالية ، فتأمين رأس مال جديد يعيد قدرة المؤسسات المالية على الإقراض و يساعد على إستعادة الأسواق المالية عافيتها.

- رفع مقادير الإنفاق العام و قد أصطلح عليه كينز بدعم النقد ، أي محاولة إنعاش النظام النقدي عن طريق حقن جرعات مالية متتالية بصورة مساعدات الدولة لمختلف إداراتها ، و جرعات مالية متنامية عن طريق التوسع في الإنفاق العام على مشروعات البنية الأساسية.

إلا أنه مع إستمرار وطأة آثار الأزمة المالية العالمية و كثر الجدل حول قدرة السوق على إستعادة عافيتها دون تدخل الدولة ، فكانت رؤية كثير من الإقتصاديين و المنظمات الدولية و على رأسهم صندوق النقد الدولي للخروج من الأزمة كمايلي :

- **الرؤية الأولى** : من أجل إستعادة الثقة و مواجهة الأزمة المالية ذلك إسترشادا من تجارب الأزمات المالية السابقة فكان لابد من (1) :

- أتخذت تدابير تشمل التحديات الكبرى الناشئة عن توترات تخفيض نسب الرفع المالي ، أي توفير المزيد من التمويل و تحسين تكلفته و أجل إستحقاقه ، حتى تستقر ميزانيات المؤسسات المالية المتضررة ، و ضخ رؤوس الأموال لدعم تلك المؤسسات القادرة على البقاء و التي لها ركائز سليمة و ليست لها قدرة على تقديم الإئتمان ، و تشمل تلك التدابير أيضا دعم الأصول المتعثرة عن طريق دعم الحكومات لتلك المؤسسات من أجل تعزيز الخفض

---

(1) ـ صندوق النقد الدولي ، تقرير الإستقرار المالي العالمي ، ملخص واف ، واشنطن ، أكتوبر ٢٠٠٨ ، ص ـ ص ، ١ ـ ١٨ ، بتصرف ، متاح على الموقع : http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/gfsr/2008/02/suma.pdf، ٢٢/١٢/٢٠١٠

المنظم لنسب الرفع المالي .

ـ التنسيق القطري و عبر الحدود من أجل ضمان الإستجابة السريعة على أساس الرصد المبكر للتوترات الناشئة .

ـ التأكيد على سرعة تدخلات الحكومات و لفترة مؤقته ، كما أن تضمن الحماية لمصالح دافعي الضرائب ، ذلك بمشاركة القطاع الخاص في تحمل النتائج غير المتوقعة .

ـ العمل على تحقيق إرساء نظام مالي أكثر سلامة و تنافسية و كفاءة في فترة قصيرة الأجل ، من أجل ذلك لابد من تحقيق عملية منظمة لتسوية أوضاع المؤسسات المالية التي لاتملك مقومات البقاء ، وتقوية إطار الإستقرار الإقتصادي الكلي/ المالي الدولي ، و يتطلب آليات لرفع فعالية الإنضباط السوقي كما ينبغي دعم أسواق التمويل و التوريق التي لها أهمية في تسعير الإئتمان و الوساطة فيه من أجل تخفيض مخاطر الطرف المقابل و ذلك بواسطة أجهزة مقاصة رسمية .

ـ كما توجد ضرورة لتشخيص المشاكل التي يتعرض لها كل إقتصاد بالعالم جراء الأزمة ، بذلك يمكن إتخاد الإجراءات الآزمة .

ـ الرؤية الثانية : فبعض الإقتصاديين وجدو أن مواجهة آثار الأزمة يتطلب مخرجين هما(١):

ـ العمل على التقييد الصارم و الحزم لتطبيق مباديء الحوكمة بالمؤسسات العاملة ضمن النظام المالي و مختلف المؤسسات المرتبطة به ، ويعتبر هذا مخرج فني .

---

(1) ـ إيهاب محمد يونس ، الأزمة المالية العالمية (رؤية عامة) ، مجلة الشروق للعلوم التجارية ، العدد الثالث ، المعهد العالي للحاسبات و تكنولوجيا المعلومات ، القاهرة ، يونيو ٢٠٠٩ ، ص ٦٧ .

ـ إذ هناك مخرج بديل ذلك بالتفكير جديا في نظام بنكي آخر يقدم كافة الحلول لمواجهة الأزمات المالية إن وقعت أساسا .

ـ **الرؤية الثالثة** : ضرورة إعادة النظر في الحرية المطلقة لنظام السوق ، فقد أذت الأزمة للتحتيم على الدولة على التدخل المباشر لدعم بعض المؤسسات النقدية لكي تستمر في السوق البنكي ، و التأميم البعض الآخر ، و ترك البعض الثالث للإفلاس ثم قامت بإقرار خطة للإنقاد[1] .

ثالثا ـ أساليب مواجهة تداعيات الأزمة المالية (٢٠٠٨) على مستوى أهم الإقتصادات العالمية :

فمند أن إندلعت الأزمة المالية في سبتمبر ٢٠٠٨ و الجهود الدولية تبذل من أجل الوصول إلي أفضل الأساليب لمواجهة تلك الأزمة ، و فيما يلي يمكن عرض أهم الجهود الدولية :

١ ـ جهود الإقتصادات السبع الصناعية : تعهد وزراء ماليتها في ١٢ أكتوبر٢٠٠٨ بإعادة الإستقرار إلى أسواق المال العالمية و إستعادة التدفقات النقدية و دعم النمو الإقتصادي العالمي ، بإتخاد إجراءات عاجلة تمثلت في خمس خطوات رئيسية هي (٢):

ـ إستخدام كل الأدوات لدعم المؤسسات المالية ذات أهمية في النظام و منع إفلاسها.

ـ إتخاد كل الإجراءات الآزمة لتحرير الإعتماد و الأسواق و التأكد من وصول البنوك و المؤسسات المالية بشكل واسع إلي السيولة و رؤوس الأموال .

---

(1) ـ نفس المرجع السابق ، ص ـ ص ، ٦٧ ـ ٦٨ .

(2) ـ عبد المطلب عبد الحميد ، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠١٠ ، ص ـ ص ، ٣٤٤ ـ ٣٤٥ .

- العمل على أن تتمكن البنوك و غيرها من المؤسسات المالية الوسيطة الكبرى ، في حال الضروري من جمع رأس مال من المصادر العامة و الخاصة على حد سواء و بمبالغ كافية لإعادة الثقة و السماح لها بمواصلة إقراض قطاع العائلات و قطاع الأعمال.

- العمل على أن تكون البرامج الوطنية لضمان الودائع المصرفية متينة و متجانسة بما يسمح للمودعين الصغار من مواصلة ثقتهم في سلامة و دائعهم .

- إتخاد قرارات في الوقت المناسب لإنعاش سوق الرهن العقاري و غيرها من الأصول و من الضروري إجراء عمليات تقييم دقيق و نشر معلومات تتميز بالشفافية .

إذ دعم صندوق النقد الدولي الخطة الخماسية ، و أعلن عن إستعداده لمساعدة الدول المتضررة من الأزمة ذلك برصد موارد إضافية للتمويل الطاريء

٣ - جهود إقتصادات منطقة اليورو في مواجهة الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨):

٤ إن ترابط التعاملات المصرفية و المالية مع الولايات المتحدة ورط الإقتصاد الأوروبي في الأزمة المالية ، من أجل ذلك عقدت قمة في باريس يوم ١٢/ ١٠/ ٢٠٠٨ حيث أبدت دول منطقة اليورو إستعدادها لضمان عمليات إعادة تمويل البنوك حتى نهاية ٢٠٠٩ ، مؤكدة في وسعها التدخل بعدة وسائل لدعم جميع الأموال للبنوك ذلك بتقديم ضمانات أو تأمينات ، وتم التأكيد على أنه بوسع جميع حكومات إقتصادات منطقة اليورو تبادل أسهم مشكوك فيها مقابل سندات حكومية رسمية و يسري هذا الإجراء حتى ٣١/ ١٢/ ٢٠٠٩ ، و تم وضع خطة للإنقاد البنوك المتعثرة من الإفلاس ، ذلك عبر الوسائل

المناسبة بما فيها إعادة التمويل و الحرص في الوقت نفسه على حماية مصالح دافعي الضرائب [1].

عقدت دول منطقة اليورو عدة إجتماعات منذ قمة باريس ١٢/ ١٠/ ٢٠٠٨ و تم مناقشة عدة قضايا من أجل السيطرة على تداعيات الأزمة المالية العالمية على إقتصاد الإتحاد ، فيما يلي يمكن عرض أهم تلك الإجتماعات و الإجراءات التي تم وضعها لتحقيق ذلك الهدف [2]:

- ١٢-١٣/ ٠٩/ ٢٠٠٨ وزراء مالية دول الإتحاد الأوروبي رفضو فكرة أن الإتحاد الأوروبي على شفا الركود ، فتم الإتفاق على حزمة من الحوافز المالية .

- ١٨/ ١٠/ ٢٠٠٨ تم إجتماع غير رسمي لرؤساء دول الإتحاد الأوروبي بالإضافة لرئيس الوزراء البريطاني ، وذلك بعد الإجتماع لدول مجموعة العشرين ، حيث تم الإعلان عن وضع ضمانات للبنوك و العمل من أجل إستقرار الأسواق المالية .

- ١٥-١٦/ ١٠/ ٢٠٠٨ عرض مخطط لتحقيق الإستقرار المالي في النظام البنكي ، وتم تأييد توصيات قمة باريس ، إذ تم الإتفاق لإنشاء خلية

---

(1). مازن حمود ، ١٥ شهرا على أزمة القروض السكنية الأمريكية عالية المخاطر " **subprimes**" مشاكل - تداعيات - فرص الحلول و مدى نجاحها ، مجلة إتحاد المصارف العربية ، العدد ٣٣٥ ، إتحاد المصارف العربية ، بيروت ، أكتوبر ٢٠٠٨ ، ص - ص ، ٥٦ - ٥٨ .

(2) . UWE Puetter , **Organising the EU's responses to the global economic and financial crisis the role of the European Council and the Council** , Department of Public Policy Central European University, Paper presented at the 12th Biennial Conference of the European Studies Association (EUSA) , Boston , 3-5 March 2011 , p.p , 17 . 21 , available at: 10/3/2011 http://www.euce.org/eusa/2011/papers/6e_puetter.pdf

الأزمة المالية التي تتألف من رئيس المفوضية الأوروبية و لجنة لمجموعة اليورو و البنك المركزي الأوروبي ، إذ تم ضبط الإجراءات لتحقيق ذلك.

- ١١-١٢/ ١٢/ ٢٠٠٨ تم الموافقة على خطة إنعاش الإقتصاد الأوروبي قدرت ب ١،٥ % من الناتج المحلي الإجمالي للإتحاد الأوروبي أو ٢٠٠ مليار يورو كتدابير مشتركة من الدول الأعضاء و الإتحاد الأوروبي ، و تم الإتفاق للتسريع بوضع تشريعات في مجال الرقابة المالية و التنظيم المالي .

- ٢٢/ ٢/ ٢٠٠٩ تم إجتماع الدول الأعضاء للإتحاد الأوروبي لتنسيق موقف الإتحاد من الإجتماع الذي كان في شهر أفريل ٢٠٠٩ لدول مجموعة العشرين .

- ١٩-٢٠/ ٠٣/ ٢٠٠٩ تم تعهد الإتحاد الأوروبي بتقديم حوافز مالية واسعة أكثر من ٤٠٠ مليار يورو ، و تم التنسيق مجددا لموقف الإتحاد الأوروبي من إجتماع مجموعة دول العشرين.

- ٧/ ٥/ ٢٠٠٩ تم الإهتمام بالأبعاد الإجتماعية للأزمة المالية كما الإتفاق على قضية العمالة .

- ١٨-١٩/ ٠٦/ ٢٠٠٩ تم إستعراض تنسيق الإتحاد الأوروبي بشأن الأزمة المالية ،و تم إقرار تدابير من خارج الميزانية ، وتم الدعوة للصرف السريع للدفعة المقدمة ، كما تم دعوة لمزيد من التقدم في تنظيم الأسواق المالية ، ثم مناقشة المخاطر المالية ، و تنسيق موقف الإتحاد من قمة مجموعة العشرين التي تعقد في سبتمبر ٢٠٠٩ .

- ١٧/ ٠٩/ ٢٠٠٨ تنسيق موقف الإتحاد الأوروبي من القمة مجموعة العشرين .

- ٢٩ - ٣٠/ ١٠/ ٢٠٠٩ المصادقة على قرارات قمة العشرين و تم

القلق بشأن حالة العمالة ، و تم وضع الصيغة النهائية لمواجهة المخاطر بالنظام المالي الأوروبية ، كما تمت مناقشة مدى تطبيق قرارات قمة العشرين .

- ١٠-١١/ ١٢/ ٢٠٠٩ تم التركيز على تنسيق إستراتيجية للتنسيق بين برامج المنح الصغيرة لدعم النمو بالدول الأعضاء ، كما تم إعتماد مختلف التشريعات المقترحة لتطبيق الضوابط للعمليات المالية و تم وضع خطة لدعم النمو لمدة ٢٠ سنة .

- ١١/ ٠٢/ ٢٠١٠ تم وضع آليات لكبح الأزمة المالية اليونانية ، و تم مناقشة خطة النمو طويل الأجل .

فأغلبية جهود الإتحاد الأوروبي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية على الإقتصاد الأوروبي تهدف لدعم النمو الإقتصادي و إنقاد المؤسسات المالية بالإتحاد ، بالإضافة لذلك تم العمل من أجل إستقرار الأسواق المالية ، و تم ضبط و معالجة الآثار الإجتماعية للأزمة المالية بدول الإتحاد ، كما يمكن الإشارة إلى أن منطقة اليورو أقرت مايسمي بالتأميم الجزئي كأحد السبل الضرورية و المؤقته لعلاج الأزمة المالية وتداعياتها من خلال برنامج شراء الأصول لحين ماتستقر الأوضاع المصرفية و أوضاع الشركات ، بعدها يتم إعادة بيع تلك الأصول أو الأسهم في البورصة .

٣ ـ جهود مجموعة العشرين في مواجهة الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨): عقدت هذه المجموعة قمة إقتصادية ، و تجدر الإشارة لأنه كانت عدة قضايا لايمكن معالجتها بسرعة ، لكن تحتم الأمر على القادة الإتفاق على خطوات سريعة من شأنها إعادة تشغيل الإقتصاد العالمي ، و تم التركيز على عدة حوافز مالية و ضريبية و مساعدة الإقتصادات التي تأثرت بأزمة الإئتمان المصرفي و هروب رؤوس الإستثمارات ، وتم الإتفاق على ضخ مزيد من الأموال من أجل تعزيز النمو خصوصا الإقتصادات ذات الفائض التجاري

الكبير مثل الصين و الهند و روسيا ، وسعت مجموعة العشرين لوضع إجراءات عاجلة مهمة للخروج من الأزمة المالية و هي [(١)]:

ـ تفهم كامل أسباب الأزمة المالية العالمية .

ـ تعزيز رؤوس أموال البنوك ، و الإستمرار في السياسات المالية و النقدية التوسعية .

ـ مراجعة الإجراءات و التدابير المتخدة لمواجهة الأزمة المالية في الدول الأعضاء.

ـ إعتماد خطة عمل لتنفيد المباديء و أسس الإصلاح .

ـ المساعدة في الحد من تدهور الأوضاع الإقتصادية وذلك بالتعهد على حرية التجارة و قد تم مناقشة هذه القضية في مؤتمر الدوحة .

أما بالنسبة للقضايا الإستراتيجية التي رأت المجموعة بضرورة تحقيقها فهي سبع يمكن عرضها فيمايلي [(٢)]:

أ ـ التنظيم المالي و الإشراف عليه : حيث أبرز الإضطراب المالي العالمي ضرورة تنظيم السوق المالية ، و إعادة تصميم الهياكل التنظيمية و النظم المالية لزيادة الشفافية بالأسواق المالية و التنسيق بين الدول في سياسات الرقابة المالية .

---

(1) ـ عبد المطلب عبد الحميد ، دور مجموعة العشرين في مواجهة الأزمة الإقتصادية العالمية ، مجلة البحوث الإدارية ، العدد الثالث مركز الإستشارات و البحوث و التطوير أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، القاهرة ، السنة السادسة و العشرون يوليو ٢٠٠٨ ، ص ٧.

(2) ـ Group of Twenty, **Action Plan to Implement Principles for Reform** , DECLARATION SUMMIT ON FINANCIAL MARKETS AND THE WORLD ECONOMY , Washington USA , 15 November 2008 , P.P , 1-5 , available at : 10/12/2٠10 http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf

ب ـ تحقيق الإستقرار في الإقتصادات الناشئة و النامية : حيث أثرت تداعيات الأزمة المالية العالمية بالسلب على برامج التنمية بتلك الإقتصادات و لاسيما الإفريقية منها بأمريكا الآتينية ، بفعل تدهور أسعار السلع الأساسية (معادن بنسبة ٤٥% ، طاقة بنسبة ٣٢% ، منتجات زراعية بنسبة ٢٤%) .

ج ـ إصلاح نظام المعونات : ذلك لتحقيق الإستقرار المالي العالمي من خلال دعم و تطوير دول مجموعة العشرين لصندوق النقد الدولي ، والتركيز على دعم برامج التنمية طويلة الأجل للبلدان الفقيرة التي تعتمد على المساعدات الإنمائية .

د ـ تعظيم الدور الذي تلعبه منظمة التجارة العالمية WTO : و دعمها بأهم التدابير التي يمكن أن تتفق حولها قمة العشرين ، حيث يمكن إعادة تنشيط النظام التجاري العالمي المتعدد الأطراف و الإمتناع عن جل الإجراءات التي تكبح نمو التجارة العالمية ، وقد تم مناقشة ذلك في مؤتمر الدوحة .

ه ـ تعزيز دور دول مجموعة العشرين على الصعيد العالمي : ذلك لفاعليتها و الدور الكبير الذي تلعبها إقتصاداتها على القوى الإقتصادية العالمية في الوقت الحالي .

و ـ تعزيز دور صندوق النقد الدولي : ذلك من خلال دعم دوره و زيادة حجمه لإدارة النظام النقدي العالمي ، لإعانة الإقتصادات التي تعاني من الأزمات المالية ، و قد تم إقتراح إنشاء و كالة عالمية بتنفيد دور رقابي موحد للمؤسسات المالية الكبرى في العالم .

ز ـ التنسيق بين الولايات المتحدة و الدول الآسيوية : من أجل تفعيل دور المؤسسات المالية الدولية و إصلاح المؤسسات المالية و تقليل آثار المضاربة في أسواق المال و التركيز على السياسات التوسعية للإقتصاد الكلي لمواجهة الأزمة بدلا من الأقتراح الفرنسي و البريطاني الرامي لتأسيس نظام نقدي عالمي شبيه لنظام بريتن وودز .

هذا ويمكن تقييم تلك السياسات المتخدة لمواجهة الأزمة المالية العالمية من قبل مجموعة العشرين على ضوء التجارب السابقة لمواجهة الأزمات المالية ، أن سياسات مواجهة الأزمة المالية العالمية كانت كرد فعل لمجابهة المشاكل المتعلقة بالنظام المالي ككل ، إذ لم يتم التدخل لتعزيز حماية الدائنين من الوهلة الأولى للإفلاسات العديد من المؤسسات المالية و بالتالي إزدادت المخاوف بالأسواق المالية وإنتشرت المخاطر بها ، فتم التدخل فقط بعد إفلاس المؤسسات المالية القوية كبنك ليمان برادرز ، حين داك أجبرت مجموعة العشرين للمسارعة لتعزيز برامجها لحماية الدائنين و تضبيط إنتشار المخاطر بالأسواق المالية ، لكن كان هناك تداخل و إختلاف مابين دول مجموعة العشرين حول التدابير و الإجراءات لمواجهة المخاطر بالأسواق المالية ، فكل دولة أو مجموعة من الدول بمجموعة العشرين إتخدت المناسب لها من الإجراءات [1].

٤ ـ جهود الإقتصادات الآسيوية في مواجهة تداعيات الأزمة المالية عام(٢٠٠٨): إجتمعت القمة الأوروبية الآسيوية يوم

(1) - International Monetary Fund ، **Note by the Staff of the International Monetary Fund on STOCKTAKING OF THE G-20 RESPONSES TO THE GLOBAL BANKING CRISIS** ، Group of Twenty Meeting of the Ministers and Central Bank Governors 13.14 March ،Washington ، 2009 ، p.p ، 4 . 12 ، available at :
10/12/2٠10 http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909b.pdf

٢٠٠٨/١٠/٢٥ تحت مبدأ التعاون بين القارتين حيث كان معول عليهما لإخراج العالم من الأزمة المالية ، فقد خرجت القمة بضرورة إجراء إصلاحات شاملة في النظام المالي العالمي ، و قد أبدت الصين إستعدادها للمساهمة في الخروج من الأزمة المالية العالمية لما تملكه من قدرات بأن يتولى سوق الصين إنقاذ الإقتصاد العالمي كله من خلال إدخال مئاة الملايين من المستهلكين الجدد إلى السوق العالمية ، و يساهمو في إنعاش الإقتصاد العالمي ، ذلك بشروط معينة [١]:

- أن تكف الدول الأوروبية و الأمريكية إتهام الصين لا تراعي حقوق الإنسان .

- أن تكف تلك الدول عن الضغط على الصين حول قضية عمالة الأطفال و المساجين ، و لا تتخذ الولايات المتحدة الأمريكية ما يسمى بالإجراءات الرمادية التي تحد و تقيد صادرات الصين إلى السوق الأمريكية .

- أن تعود تايوان إلى الصين الأم دون معارضة من الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا .

- و كانت شروط أخرى .

ففي ظل التطورات الراهنة للإقتصادات العالمية ، أصبح هناك مطلبا من قبل الإقتصادات الآسيوية و الأوروبية حول ضرورة إقامة نظاما إقتصاديا عالميا جديدا أكثر عدالة و أكثر وضوحا ، تلعب فيه الإقتصادات الناشئة و الكيانات العملاقة الجديدة و في مقدمتها الإتحاد الأوروبي و الدول النامية دورا رئيسيا في إعادة هيكلته و تشكيله .

(1) ـ عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره ، ص ، ٣٤٨.

كما أنه عندما دعيت الإقتصادات الناشئة لقمة دول السبع في ١٢ أكتوبر٢٠٠٨ ، فالإقتصادات الناشئة كالهند و كوريا الجنوبية و الصين و غيرها من إقتصادات المنطقة الآسيوية دعيت لهذه القمة للتنسيق المشترك للخروج من الأزمة فالخوف بالنسبة للمراحل المقبلة بالنسبة الغرب هو أن تقوم الدول الآسيوية الناشئة بمحاولة لفك إرتباطها بالهيمنة الإقتصادية للغرب ، و قد تصبح الأسواق الآسيوية في المستقبل قبلة المال و الأعمال الجديدة في حال أثبتت إستقرارها و قوتها أمام الأزمة ، إلا إذا كانت الأسواق العربية أشد إرتباطا و إستقرارا من تلك الدول .

أ ـ أساليب الصين في مواجهة تداعيات الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) : لم تحرك الصين ساكنا في بداية الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على الرغم من الفوضى و حالة الدعر في أغلب بورصات و بنوك العالم ، و من حيث المبدأ كان بإمكان الصين أن تستعمل سيولتها و تدخل في رؤوس أموال المصارف المتعثرة الأمريكية و الأوروبية ، فقد فعلت صناديقها السيادية بعد أشهر قليلة من بروز الأزمة العقارية صيف ٢٠٠٧ ، لكن التجربة كانت مريرة ، فالصين لم تتأثر بالأزمة المالية و المصرفية العالمية بشكل مباشر أي عن طريق المصارف ليس لقوة إقتصادها و إنما لأن البنوك الصينية أقل إنفتاحا من غيرها من البنوك الآسيوية على الخارج و تعيد النظر و الرقابة على حساباتها بشكل منظم و متواصل ، و تتميز الأسواق المالية الصينية بقلتها ، الأمر الذي خفف من تداعيات الأزمات المالية على إقتصادها ، و يمكن إضافة أن النظام المصرفي الصيني قليل الإنفتاح على الخارج فقد ساهمت الإصلاحات الإقتصادية و المالية على تقويته ، و من هذا المنطلق لم يكن للصين دور كبير لمواجهة الأزمة المالية العالمية ، و المساهمة الأساسية التي قامت بها الصين هي

المحافظة على نهج مستقر في التنمية [1].

ب ـ أساليب اليابان في مواجهة تداعيات الأزمة المالية عام (٢٠٠٨): لقد عانت السوق المصرفية اليابانية من ويلات الأزمة المالية التي حلت بها سنة ١٩٩٧ ، فقد كانت تجربتها في إصلاح النظام المصرفي بإنشاء بنك الجسر الذي يعتبر واحد من أهم مكونات خطة الإصلاح المالي و المصرفي ، التي تهدف لإعادة هيكلة القطاع المصرفي و محاولة تجنب أية إنهيارات جديدة للبنوك يمكن تلخيص تجربتها في ذلك كمايلي [2]:

ـ إذا حدث إنهيار لبنك فإن مؤسسة الإشراف المالي سوف تتولى تعيين مسؤول لإدارة البنك وسوف يكون البنك تحت الإشراف الكامل للحكومة على أن يقوم المسؤول المعين من مؤسسة الإشراف بإتخاد العمليات الآزمة لإعادة هيكلة البنك و في نفس الوقت إستمرار عمليات الإقراض الجيدة ،

ـ أن تعمل إدارة البنك المفلس على إيجاد مشتري له من القطاع الخاص خلال عامين ، و إذا لم يجد مشتري سوف يتم دعم البنك من شركة قابضة يتم إنشاءها عن طريق مؤسسة التأمين عن الودائع و في هذه الحالة سوف تؤول ملكية البنك للدولة .

ـ تخصص لجنة من مؤسسة التأمين على الودائع تتحرى عن القروض الجيدة التي منحها البنك و يكون لها صلاحية تقرير عما إذا كان البنك سيستمر

---

(1). مازن حمود ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٠ .

(2) ـ محمود عبد الحافظ محمد عبد الله ، مدى أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر السنوي السادس لإدارة الأزمات الإقتصادية في مصر و العالم العربي ، كلية التجارة جامعة عين شمس ، عين شمس ، ٢٧ ـ ٢٨ أكتوبر ٢٠٠١ ، ص ٧٦ .

في تقديم القروض (ممارسة عمله) أو دعوة المؤسسات المالية الحكومية لتحل محل البنك (شراءه و إدارته) .

- يجب أن يباع البنك المفلس إلى القطاع الخاص في فترة لاتتجاوز خمس سنوات ، ففي حالة عدم نجاح المسؤول عن إدارة البنك في بيع البنك المفلس إلى القطاع الخاص خلال سنتين ، فإنه سيكون ملك للدولة لمدة لا تزيد عن ثلاثة سنوات و خلال تلك الفترة تعمل الإدارة على إيجاد مشتري له من القطاع الخاص .

وفي ظل التقلبات الحادة التي شهدتها سوق Tokyo المالية أبان الأزمة المالية العالمية، إتخذ البنك المركزي الياباني سلسلة من التدابير من أجل طمئنة السوق المصرفية ذلك كمايلي[1]:

- ضخ كميات كبيرة و بعشرات آلاف المليارات من الين الياباني بفائدة محدودة و لفترة غ

ير محدودة ، مع إبقاء نسبة الفائدة الرئيسية دون ٠،٥ % .

- الإعلان عن توسيع قائمة الضمانات التي يقبل بها من جانب المصارف الخاصة التي تقترض منه و ضل هذا الإجراء معمولا به حتى ١٦ يناير ٢٠٠٩.

- الإعلان عن أن البنك المركزي سيزيد وتيرة و قيمة عمليات إعادة التمويل التي كانت تحصل مرة كل ثلاثة شهور.

- قام البنك المركزي الياباني بخطوة مالية هامة لأول مرة في تاريخ اليابان و أعلن بنهاية سبتمبر ٢٠٠٨ عن عرض ٣٠ مليار دولار لإقراض

(1). مازن حمود ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٩.

المصارف و تبعتها خطوتين مماثلتين في الشهرين الموالين .

- وقع البنك المركزي الياباني مع نظيره الأمريكي على إتفاقية يقوم بموجبها الطرفان بإقراض متبادل لتحفيز السيولة المركزية و كان ذلك لغاية ٣٠ يناير٢٠٠٩ ، حيث لاتبلغ حجم الأموال المتبادلة مبلغ ٦٠ مليار دولار .

هذا بالإضافة لجملة من الإجراءات قامت بها البنوك اليابانية تجاه البنوك الأمريكية ، فقد حاز بنك ميسوبيتشي الياباني على ٢٠ % من بنك مورغان ستانلي الأمريكي ، و تكلفت مجموعة " نوموزا هولدينغ" اليابانية بشراء أنشطة البنك الأمريكي " ليهان برادرز" في كل من آسيا و أوروبا و الشرق الأوسط ، كما أعرب بنك "غولدن ساكس" الأمريكي رغبته ببيع حصة من رأس ماله لبنك " سوميتومو" الياباني .

فمن خلال مقارنة تجربة اليابان في مواجهة الأزمة المصرفية سنة ١٩٩٧ و تداعيات الأزمة المالية العالمية على السوق المالية اليابانية ، نلاحظ أن الإجراءات المتخدة في الأولى هي إجراءات إصلاحية للنظام المصرفي أما في الثانية فهي إجراءات للإصلاح السوق المالية المحلية أثناء معانات غالبية الأسواق المالية العالمية من مشكلة شح في السيولة أمام إزدياد المخاوف ، لكن حسب نظرة الخبراء الإقتصاديين لابد من مواجهة الأزمات المالية عن طريق إجراءات من شأنها حل مشاكل الإئتمان و الإقراض و لابد من إجراء عمليات لدعم النمو الإقتصادي كزيادة الإنفاق العام ، فقد وجه العديد من الخبراء إنتقادات لليابان أبان أزمتها المالية سنة ١٩٩٧ حيث ركزت على جهود الإصلاح المصرفي دون دعم نمو الإقتصاد الياباني الذي كان في حالة ركود إقتصادي ، و بالتلي إنتشرت حالات التعثر المصرفي .

ج - أساليب الإقتصادات الآسيوية الأخرى في مواجهة تداعيات الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) : في الحقيقة أن الإقتصادات الآسيوية

الأخرى لازالت تعيش ذكريات مريرة من أزمتها المالية في سنة ١٩٩٧ ، فقد إتخذت إجراءات إحترازية و خصصت سنغافورة مبلغ ١٥٠ مليار دولار لضمان كافت إيداعات البنوك ، وكانت خطوة متشابهة قامت بها هونغ كونغ.

رابعا ـ أساليب مواجهة الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على مستوى الإقتصاد الأمريكي:

فقد تم إقرار خطة الإنقاد الأمريكية في أكتوبر ٢٠٠٨ ، حيث كانت تهدف لإنقاد القطاع المصرفي الأمريكي بشراء أصوله الهالكة بقيمة ٧٠٠ مليار دولار مرتبطة أساسا بالرهون العقارية كما تهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات و الأملاك العقارية و حماية الملكية و تشجيع النمو الإقتصادي و إستقرار الأسواق المالية و النقدية ، و قد تم إتخاد قرار من قبل السلطات الرقابية على الأسواق المالية يوم ٢٠/٩/٢٠٠٨ لوقف المضاربات قصيرة الأجل مؤقتا [١]، حيث دام تطبيق تلك الخطة حتى نهاية سنة ٢٠٠٩ و ركزت على ثلاثة محاور أساسية هي [٢]:

أ ـ الضمانات لمكلفي الضرائب : حيث تم تطبيق خطة الإنقاد على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة و يصل سقف تلك المشتريات ٧٠٠ مليار دولار و قد تم تسليم إدارة تلك الأصول إلى صناديق إستثمار مختصة ، كما

---

(1). جيهان جمال ، بركان الأزمة العالمية إلى متى ، بدون دار نشر ، القاهرة ، ٢٠٠٩ ، ص. ص ، ١٣٧ ـ ١٣٨ .

(2). بتصرف بالإعتماد على :

. U . S . Department of the treasury ، **Financial Regulatory Reform: A New Foundation** ، Washington ، 2009 ، available at : 20/12/210http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf

_ U . S . Department of the treasury ، **Principles for Reforming the U.S. and International Regulatory Capital Framework for Banking Firms** ، Washington ، September 2009 ، available at : 22/12/2010http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/capital-statement_090309.pdf

تم العمل لترويج على إمكانية مساهمة الدول في رؤوس أموال و أرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة مما يسمح لها بتحقيق أرباح حين تستقر الأسواق المالية .

إذ تم تكليف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات و البنوك المركزية لدول أخرى لوضع خطط إنقاد مماثلة ، كما تم رفع سقف الضمانات للمودعين لمدة سنة واحدة ، إذ وصلت الإعفاءات الضريبية إلى قيمة حوالي ١٠٠ مليار دولار للطبقة الوسطى و للشركات .

ب ـ تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند تخليهم عن مناصبهم : تم ضبط دفع تعويضات باهضة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين يتم تسريحهم أو إستقالو بعد أن عملو في شركات باعت أصولا إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها .

كما تم منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لافائدة منها ، فتم تحديد المكافآت لمسؤولي الشركات التي إستفادت من تخفيضات ضريبية وصلت حتى ٥٠٠ ألف دولار ، فقد حرصت الخطة على إستعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق .

ج ـ المراقبة و الشفافية : فقد تم إعتماد مجلس يشرف على مراقبة الخطة و يضم رئيس الإحتياطي الفدرالي و وزير الخزانة و رئيس الهيئة المنظمة للبورصة بالإضافة لعدة إجراءات كانت كمايلي :

ـ يكلف مكتب المحاسبة العامة التابع للكونجرس بالحضور إلي الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول و التدقيق في الحسابات.

ـ تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة التي يدرسها القضاء .

ـ تعليق إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات ،شملت

إجراءات حماية المالكين المهددين بمصادرة مساكنهم حيث كان من المقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع سنة ٢٠٠٩ ، كما تم السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدنيين الذين يواجهون صعوبات و مساعدة البنوك المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري.

في الحقيقة أن قيمة ٧٠٠ مليار دولار لم تكن كافية لطمأنة الأسواق المالية ، ذلك لأن الخسائر حتى وصول الأزمة المالية أوجها في أكتوبر ٢٠٠٨ فاقت ال ١٠٠٠ مليار دولار و ما هو متوقع أكبر بكثير ، أضف لذلك ضعف الغطاء النقدي للدولار و يظهر ذلك عند لجوء بنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي لطلب من الخزينة العمومية الأمريكية مبلغ ٣٥٠ مليار دولار من أجل الإستمرارية في دعم سيولة البنوك ، كما أن خطة الإنقاد الأمريكية أثرت على التوازنات الإقتصادية الكلية بالإقتصاد الأمريكي ، فقد فاقمت نسبة الدين الأمريكي للناتج المحلي الإجمالي وصلت إلى أكثر من ٧٠% ، ذلك حين تطبيق خطة الإنقاد حتى نهاية سنة ٢٠٠٩ ، كما كانت نسبة العجز في الموازنة المتوقعة أكثر من ١٠% من ذلك الناتج ، فبذلك قد صنفت مؤسسات التصنيفات الإئتمانية العالمية الإقتصاد الأمريكي الأكثر مديونية في العالم هذا ما صعب في إعادة الثقة لأسواق المال(1).

فقد أكد رئيس دائرة الإقتصادات الدولية و العملات العالمية و بحوث أسعار الصرف في بنك أوف أمريكا ، ظهور علامات تشير إلى أن التحركات المتناغمة للحكومات و المصارف المركزية الهادفة لضخ السيولة النقدية في أكبر الإقتصادات العالمية مثل الإقتصادين الأمريكي و الصيني ، بدأت تؤتي ثمارها ، إذ كان الأمل لإنعاش الإقتصاد العالمي موقوف على هادين الإقتصادين كقوتين

---

(1) . إتحاد المصارف العربية ، هل الأزمة المالية العالمية في نهايتها : ضخ السيولة لن يأتي بالحل ، تقرير منشور بمجلة إتحاد المصارف العربية ، إتحاد المصارف العربية ، بيروت ، سبتمبر ٢٠٠٩ ، ص-ص ، ١٤٢ - ١٤٣ .

رئيسيتين بالإضافة لباقي الإقتصادات الناشئة المهمة كالهند و البرازيل [1].

خلاصة الفصل الأول :

ربما تكون هناك عوامل عديدة ساهمت في حدوث و تفاقم الأزمات المالية ، إذ إتضح من دراسة الأزمات المالية خلال هذا الفصل ، أن هناك عديد من العوامل التي قد أسهمت في حدوث الأزمات المالية بشكل عام وفي ذات الوقت تختلف أسباب حدوث الأزمات المالية ذاتية المنشأ Self fulfiling ، عن تلك الأزمات المالية الجذريةfundamental ، لكن يمكن القول أن هناك عوامل أساسية لحدوث الأزمات المالية تتمحور أساسا في سوء إدارة التوازن الإقتصادي الكلي ، هذا و يمكن القول بأن هناك عوامل فرعية تتضح من خلالها آثار العوامل الأساسية لحدوث الأزمات المالية تتجسد في الضعف المالي و ضعف الرقابة على المعاملات المضرة بالإستقرار المالي ، إذ أن التجربة الدولية فى أساليب مواجهة تداعيات الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ أثبتت صعوبة مواجهة تلك التداعيات بسهولة و أن تكاليف و أساليب مواجهتها تعود بالسلب على فاعلين إقتصاديين لم يكن لهم دور فى حدوث تلك الأزمات المالية

---

(1) . بتصرف بالإعتماد على :

- *YACINE Ait-Sahalia and JOCHEN Andritzky and ANDREAS Jobst and SYLWIA Nowak and NATALIA Tamirisa* ، **How to Stop a Herd of Running Bears?Market Response to Policy Initiatives during the Global Financial Crisis** ، International Monetary Fund Working Paper Research Department № 09/204 . ، Washington ،September 2009 ،available at: 20/2/2٠11 http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09204.pdf

الفصل الثاني

تداعيات الأزمة المالية في أسواق رأس المال العربية وأساليب الوقاية منها (الأزمة المالية سنة ٢٠٠٨ نموذجا)

تمهيد:

سبق أن تطرق الباحث للمفاهيم المرتبطة بالأزمات المالية و أسباب حدوثها ، إلا أنه وجدت ضرورة بحثية لدراسة موقف أسواق رأس المال العربية من الأزمات المالية، أي مدى تعرضها لأزمات مالية مباشرة أم فقط تأثرت بتداعيات أزمات مالية حدثت في أقاليم إقتصادية أخرى من العالم ، و من أجل ذلك حاول الباحث رصد أهم الخصائص المشتركة لأسواق رأس المال العربية بهدف معرفة جوانب ضعفها كما حاول رصد الخبرة العربية في مواجهة تداعيات الأزمات المالية ، من أجل محاولة وضع سبل لتعزيز قدرات أسواق رأس المال العربية ، كما تم الإهتمام بقضية السياسات التى من شأنها وقاية أسواق رأس المال العربية من تداعيات الأزمات المالية ، من أجل تحقيق هذه الأهداف يتم التطرق لدراسة مايلي:

- **المبحث الأول :** الخصائص المشتركة لأسواق رأس المال العربية .
- **المبحث الثاني :** تأثير الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على أسواق رأس المال العربية و أساليب مو اجهة تداعياتها.
- **المبحث الثالث :** أهم السياسات الإقتصادية للتحوط و وقاية الأسواق الناشئة لرأس المال من الأزمات المالية و تطبيقاتها على الإقتصادات العربية .

المبحث الأول

الخصائص المشتركة لأسواق رأس المال العربية

سعت السلطات المالية بالدول العربية إنشاء و تطوير أسواق رأس المال بها ، بقصد قيامها بوظائفها الإقتصادية بفاعلية لتتيح للشركات والوحدات الإنتاجية في الاقتصاد الحصول على متطلباتها من رؤوس الأموال لأغراض الإستثمار في توسيع مجال إنتاجها، ذلك عن طريق إصدار أدوات مالية يمكن تداولها بين الراغبين، بحيث تضمن تحريك المدخرات الخاصة وفقاً لمتطلبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الإقتصادية المختلفة في الإقتصاد القومي، ذلك لقلة تأثير المضاربات في توجيه الإستثمار.

و يختص هذا المبحث بدراسة مدى قدرة الأسواق المالية العربية على تحقيق أهدافها وذلك فيما يلي:

أولا : تطور أسواق رأس المال العربية من حيث الحجم و السيولة و التمركز:

١ ـ نشأة الأسواق المالية بالإقتصادات العربية و تطورها: تعتبر غالبية أسواق المال في الدول العربية حديثة العهد ، و من ثم فهي قليلة الخبرة ، و تخضع لعمليات تشريع و إعادة تنظيم بشكل مستمر ، إذ تزايد الإهتمام في السنوات الأخيرة بدور الأسواق المالية العربية ، نتيجة التفاعل بين العوامل و المتغيرات الإقتصادية الداخلية و الخارجية ، فقد أسهم الإتجاه الدولي نحو عولمة الإقتصاد ، و إعتماد آليات السوق لتسيير الإقتصاد العالمي وفق قوانين المنافسة ، و إنجاز إتفاقيات أوروقواي لتحرير السوق العالمية في تجارة السلع و الخدمات ، و إزالة الحواجز أمام إنسياب رأس المال العالمي ، و التطور التكنولوجي المتسارع في مجال المعلومات و الإتصالات في تزايد التدفقات المالية على المستوى الدولي ، لذلك كان اهتماماً كبيراً من قبل الدول العربية بأسواق رأس مالها وتطويرها، بغرض تعزيز قدرتها التنافسية لإستقطاب الإستثمار الأجنبي، قد

إنعكس هذا الإهتمام بها على آدائها.

لعل التحدي الذي يواجه الإقتصادات العربية في الوقت الحاظر ، و يجعل من تطوير أسواقها المالية و الربط فيما بينها أمرا أكثر إلحاحا ، عما هو الحال في غيرها من الإقتصادات ، وهو كيفية إعادة تدوير رؤوس الأموال العربية الموظفة في الخارج ، و تلك التى تهاجر للتوظيف هناك ، و تهيئة الظروف المناسبة لها داخليا ، بحيث تعود إلى الإستثمار في المنطقة العربية ، سواء في الدول التي تملكها ، نظرا لتحسن طاقتها الإستيعابية ، أو في الدول التي تفتقر لتلك الأموال ، و تعاني من عبء تكاليف الإقتراض من الأسواق المالية الدولية .

إذ تختلف الأسواق المالية العربية من حيث نشأتها و تطورها من دولة لأخرى ، نظرا لإختلاف تجاربها إلى حد كبير ، و تفتقر بعض الدول العربية إلى النوعية و الحجم الكافي من النشاط الإقتصادي و التجاري لتبرير إنشاء أسواق مالية محلية متطورة مثل جيبوتي و الصومال و موريتانيا ، وهناك منها من تبدل جهود لإنشاء أسواق مالية متكاملة مثل كل من سوريا ، اليمن و ليبيا ، تتزامن مع الإصلاحات الإقتصادية و المالية التى تطبقها هذه الدول .

أما الدول العربية التى يوجد بها أسواق مالية و بورصات تعد الأكثر نشاطا ، فهي مصر ، الكويت ، الأردن ، السعودية ، المغرب ، تونس ، لبنان ، البحرين ، عمان ، قطر و الإمارات ، وفي دول عربية أخرى يوجد بها أسواق منظمة و لكن نشاطها ضعيف جدا ، لقلة الشركات المدرجة و المتعاملين و عدد الجلسات ، و هي تحتاج للمزيد من الجهود لتطوير البنية الأساسية و الأطر القانونية و التنظيمية كسوق بغداد للأوراق المالية ، الخرطوم للأوراق المالية ، سوق فلسطين للأوراق المالية ، و السوق المالي الجزائري .

٢ ـ مؤشرات حجم السوق: هناك مؤشرين لقياس حجم السوق وهما[1]:

ـ نسبة الرسملة Market capitalization: التي تمثل قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج الإجمالي المحلي، أي ضبط قدرة سوق الأوراق المالية على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر، بيد أن هذا المؤشر له وجه قصور تتمثل في أنه توجد بعض الأسواق تتميز بكبر حجمها ولكنها غير نشطة، لذلك يتم الإستعانة بمؤشر عدد الشركات المدرجة.

ـ عدد الشركات المدرجة بالسوق: إن إرتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة يؤدي إلى زيادة درجة إتساع السوق وإرتفاع حجم الإستثمارات في الاقتصاد الوطني، لكن يجب إستخدام المؤشرين معاً لأنه قد يكون عدد الشركات المدرجة في البورصة كبيراً ولكن إجمالي قيمتها السوقية صغيراً.

يمكن تبيين ذلك بدراسة تطور قيمة المؤشرين خلال فترة الدراسة، ذلك بالتطبيق على أسواق الأوراق المالية العربية والشكل التالي يوضح تطور نسبة رأس مال السوق وعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٨):

---

(1) ـ عاطف وليم إندراوس، مرجع سبق ذكره، ص٢١٠.

جدول رقم :(٣)

تطور نسبة رأس مال السوق وعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٨)

القيمة السوقية (بالمليار دولار)

نسبة التغير	عدد الشركات المدرجة	نسبة التغير	نسبة رأس مال السوق٪	نسبة التغير	القيمة السوقية	السنوات
	1446		33.93		122.87	1998
13	1634	20.83	41	21.59	149.4	1999
2.69	1678	-12.2	36	-0.83	148.15	2000
0.53	1687	2.77	37	2.75	152.23	2001
8.23	1826	32.43	49	37.22	208.9	2002
-5.64	1723	9.32	53.56	73.19	361.8	2003
-7.31	1597	48.65	79.63	72.02	622.4	2004
4.25	1665	67.32	133.17	107.2	1290	2005
-2.52	1623	-41.1	78.48	-31.08	889	2006
-4.49	1550	-5.45	74.19	50.61	1339	2007
-0.51	1542	-36.4	47.19	-42.52	769.6	2008

المصدر : من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات من التقرير الإقتصادي العربي الموحد (أعداد مختلفة) و النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية (أعداد مختلفة) .

من خلال الشكل أعلاه يلاحظ :

ـ تذبذب في نسبة رأس مال السوق خلال فترة الدراسة، ذلك بإرتفاع هذه النسبة لأقصى قيمة لها سنة ٢٠٠٥ وكانت ١٣٣.١٧٪ أي الإرتفاع التدريجي لها منذ سنة ١٩٩٨ تصل لأقصى قيمة لها سنة ٢٠٠٥، لتعاود الإنخفاض التدريجي وتحقق أقل قيمة لها سنة ٢٠٠٨ بنسبة ٤٧.١٩٪ ، ويمكن تفسير ذلك الإرتفاع لمدى مساهمة أسواق رأس المال العربية في الاقتصادات العربية .

ـ نسبة عمق أسواق رأس المال ـ في سنة ٢٠٠٦، انه منذ أحداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١، عاد جزء مهم من رؤوس الأموال العربية من الخارج وإستمر ذلك التدفق وتوظيفه في أسواق رأس المال العربية لإنخفاض أسعار الفائدة، كما زاد من هذه الظاهرة التحسن في آداء الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية ، ذلك لتوفر السيولة للإرتفاع الكبير في أسعار النفط وبالتالي تم توجيه جزء منها إلى أسواق رأس المال العربية.

ـ كما أن عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية إرتفعت بشكل تدريجي لتصل لأقصى عدد لها سنة ٢٠٠٢ بـ ١٨٢٦ شركة مدرجة، ثم يبدأ هذا العدد في الانخفاض التدريجي ليصل ١٥٤٢ شركة سنة ٢٠٠٨ ، يعزى هذا الإنخفاض لشطب عدد من الشركات وذلك لعدم أخذها بمعايير الإفصاح والشفافية التي أقرتها معظم الهيئات الرقابية بأسواق رأس المال العربية.

قد كانت عدد الشركات جديدة القيد ببعض البورصات و ذلك سنة ٢٠٠٧ ، إسطمبول ٩ شركات ، ثايوان ٣٠، تايلاند ١٣ ، المكسيك٦٣، لندن ٤١١، عمان ١٨ ، مصر ٢٠، وفي المقابل كانت عدد الشركات المشطوبة من بعض

البورصات في نفس السنة، إسطنبول ٦ شركات، تايون ٢٠، تايلاند٨، المكسيك٣٢، لندن ٣٦٩، عمان ٠، مصر ١٨٠ [١].

٣ - **مؤشرات السيولة:** السيولة تشير إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة بالسوق المالية، ذلك دون تغير كبير في قيمتها السوقية وتزداد سيولة السوق عند توافر الشروط التالية:

- **عمق السوق:** بمعنى وجود أوامر تداول بشكل مستمر.

- **إتساع السوق:** بمعنى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية بالسوق.

- **سرعة إستجابة السوق:** وتشير إلى قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب.

فالسيولة تساهم في تغيير محافظ الأوراق المالية بسرعة كبيرة وبقلة التكلفة، بذلك تقلل مخاطر الإستثمار وتسهل الإستثمار طويل الأجل، إذ تسهل على المستثمرين الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه ، كما أنها تسهل على الشركات المدرجة للحصول على إحتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة ، يمكن جعل الأصول المالية بالاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة كضمان للقروض المصرفية .

ثمة مؤشران يستخدمان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما [٢] :

(1) – world federation of exchanges ، **equity 1-4 number of newly listed and delisted companies** ، available at : 06/04/2010http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/equity-markets.

(2)ـ نفس المرجع السابق ، ص ـ ص ، ٢١٤ ـ ٢١٥ .

ـ **نسبة حجم التداول:** وتمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق منسوبة لإجمالي الناتج المحلي الإجمالي، تعكس مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، كما تكمل نسبة رأس مال السوق.

ـ **معدل الدوران:** يمثل القيمة الكلية للتعاملات في السوق منسوبة إلى قيمة رأس مال السوق، يعكس هذا المؤشر مستوى نشاط السوق.

من خلال الشكل التالي الذي يوضح تطور نسبة رأس مال السوق و نسبة حجم التداول ومعدل الدوران بأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٨) ذلك كما يلي:

جدول رقم :(٤)

تطور نسبة رأس مال السوق نسبة حجم التداول و معدل الدوران بأسواق الأوراق

المالية العربية خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٨)

السنوات	نسبة رأس مال السوق %	نسب % التغير	نسبة حجم التداول %	نسب % التغير	معدل % الدوران	نسب التغير %
1998	33.93		11		29	
1999	41	20.83	10	-9.09	24	-17.5
2000	36	-12.19	9	-10	25	3.35
2001	37	2.77	10	11.11	28	13.7
2002	49	32.43	16	60	31	10.55
2003	53.56	9.32	34	112.5	64	105.5
2004	79.63	48.65	73	114.7	91	42.9
2005	133.17	67.32	148	102.7	111	22
2006	78.48	-41.06	148	0	189	70
2007	74.19	-5.45	61	-58.8	83	-56
2008	47.19	-36.38	61	0	130	56.6

المصدر : من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات من التقرير الإقتصادي العربي الموحد (أعداد مختلفة) و النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية (أعداد مختلفة) .

من خلال الشكل يلاحظ:

- إرتفاع تدريجي لنسبة حجم التداول لتبلغ أقصى قيمة لها والمساوية ل ١٤٨٪ سنة ٢٠٠٥ ، لتعاود هذه النسبة الإنخفاض بصفة فجائية سنة ٢٠٠٧ حيث سجلت نسبة ٦١٪.

- كما أن نسبة معدل الدوران إرتفعت بصفة تدريجية إبتداءاً من سنة ١٩٩٩ والتي كانت معادلة لنسبة ٢٤٪ لتستمر وتصل لأقصى قيمة لها سنة ٢٠٠٦ والتي كانت مساوية لنسبة ١٨٩٪ ثم يتم إنخفاضها بعد ذلك.

من خلال تحليل التطور في مؤشري السيولة ، يمكن الإستنتاج مبدئياً أن أسواق رأس المال العربية تعاني من تذبذب في السيولة ، كما أنه في سنة ٢٠٠٥ إرتفع مؤشري السيولة بصفة غير عادية ، ويرجع ذلك بصفة أساسية لإنخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية هذا أثر بدوره على أسعار الفائدة العربية في الدول التي تربط عملتها بالدولار ، هي الإقتصادات الخليجية النفطية بصفة خاصة التي تعد أسواق رأس مالها الأسواق الفاعلة في المنطقة العربية ، هذا أثر على توجه الإستثمار إلى أسواق رأس المال و بالتالي إرتفعت معدلات التداول ، كما أن إرتفاع أسعار النفط ساهمت في رفع السيولة المحلية[1].

٤- مؤشرات تمركز السوق: يشير مؤشر درجة التمركز إلى مدى

(1) ـ هشام البساط ، دروس وعبر: فورة أسواق رأس المال العربية وتراجعها ٢٠٠٤-٢٠٠٦ ، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد ٣٨، السنة الرابعة عشر ، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية ، ربيع ٢٠٠٧، ص ـ ص ، ٧٤ ـ ٧٥، بتصرف.

سيطرة عدد قليل من الشركات عل السوق، إذ أن إرتفاع درجة تمركز السوق يساهم في التأثير السلبي على السوق ، و تقاس درجة تمركز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر الشركات على رأس مال السوق ، من خلال الشكل التالي يمكن إيضاح هذا المؤشر ودرجته بالنسبة لأهم الأسواق العربية وذلك كما يلي:

جدول رقم: (٥)

نسبة التداول لأعلى ست شركات مدرجة في (أغسطس ٢٠٠٨)

النسبة ٪

الدولة	نسبة التركيز أغسطس 2008
السعودية	64
الأردن	70
مصر	30
المغرب	75
سلطنة عُمان	50
الكويت	52
سوق دبي المالي	76
سوق أبوظبي	78
سوق الخرطوم للأوراق المالية	95

المصدر : من إعداد الباحث بالإعتماد على البيانات المنشورة بالمواقع الإلكترونية للأسواق الموضحة.

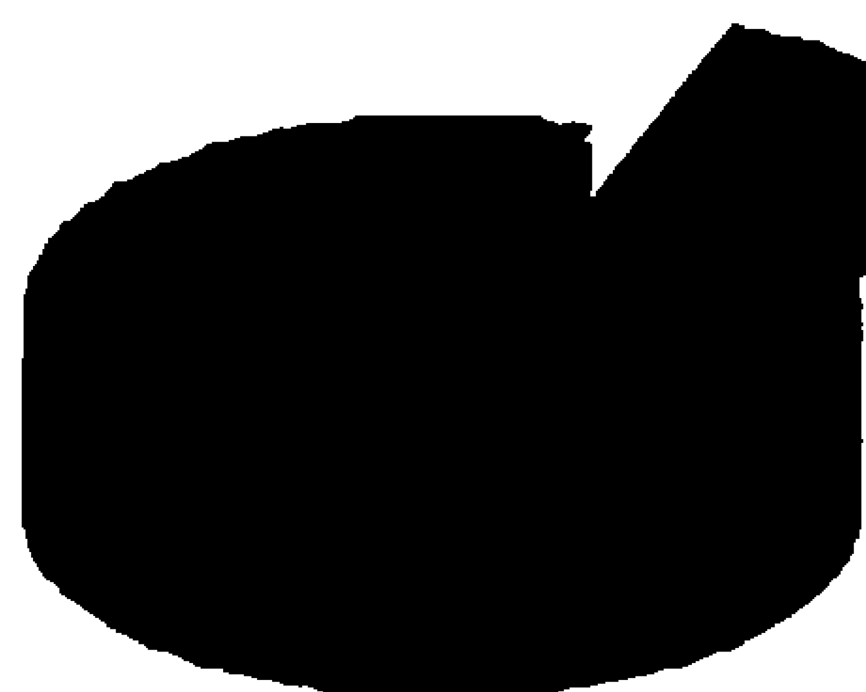
من خلال الشكل السابق يلاحظ أن أغلبية البورصات العربية تعاني

من إنحصار التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق ، ترجع أهم أسباب ذلك إلى ضيق حجم الاقتصاديات العربية وتركزها في قطاعات محدودة.

٥ - تقييم تطور أسواق المال العربية من حيث حجم السوق والسيولة و التمركز: تعكس لنا المؤشرات السابقة مدى التطور الملموس في أسواق المال العربية من حيث الحجم والسيولة، إلا أنه مازال هناك العديد من الظواهر السلبية التي تضعف من قدرة هذه الأسواق للقيام بدورها الإقتصادي المنشود، ذلك أمام تحدي المنافسة العالمية، كما أنها لكي تقوم بدورها الاقتصادي لابد أن تتصف بالكفاءة و يعكس لنا الشكل التالي مقارنة إجمالية الرسلمة بين الأسواق العربية والأسواق الصاعدة والأسواق المتقدمة و ذلك كما يلي :

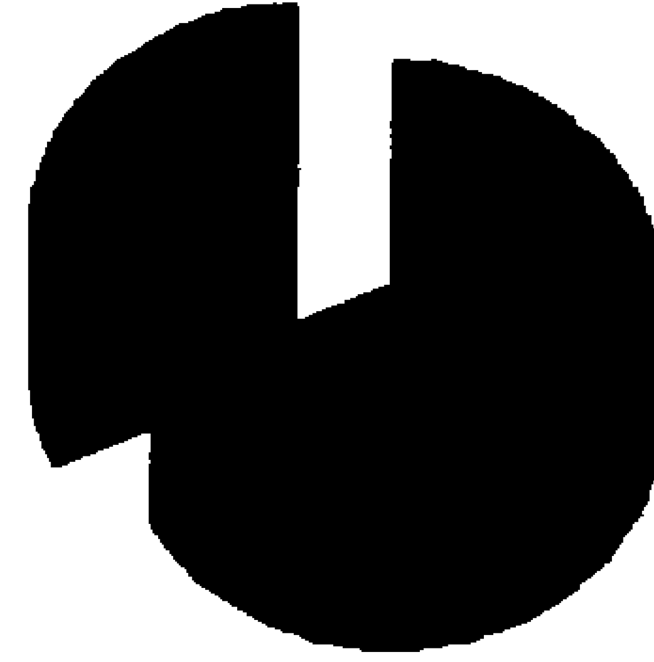
شكل رقم :(١٢)

مقارنة إجمالي الرسملة بين الأسواق العربية والأسواق الصاعدة و الأسواق المتقدمة لسنة (٢٠٠٧)



الأسواق الصاعدة

32%



الأسواق المتقدمة

% 68

<u>المصدر</u> : إعداد الباحث بالإعتماد على:

- التقرير العربي الإقتصادي الموحد لسنة ٢٠٠٨ .

. International Monetary Fund , **World Economic and Financial Surveys Global Financial Stability Report Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk** , Washington , April 2009,p 177.

كما يمثل الجدول التالي مقارنة لنسبة الرسلمة في كل من الأسواق العربية والأسواق الصاعدة والأسواق المتقدمة وذلك كما يلي:

جدول رقم :(٦)

مقارنة نسبة (الرسملة / GDB) بين الأسواق العربية والأسواق الصاعدة

و الأسواق المتقدمة لسنة (٢٠٠٧)

	حجم الرسملة (مليار دولار)	٪GDBنسبة الرسملة ل
الأسواق العربية	1339	74.19
الأسواق الصاعدة	20950.2	121.3
الأسواق المتقدمة	44155.4	117.52

المصدر : إعداد الباحث بالإعتماد على:

ـ التقرير العربي الإقتصادي الموحد لسنة ٢٠٠٨ .

-International Monetary Fund , **World Economic and Financial Surveys Global Financial Stability Report Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks** , Washington , April 2009,p 177.

كما تمثل البيانات التالية ، مقارنة لنسبة الدوران في كل من بعض الأسواق الناشئة وأخرى متقدمة والأسواق العربية، وذلك لتقييم نسبة السيولة في الأسواق العربية.

جدول رقم :(٧)

مقارنة نسبةالدوران بين الأسواق العربية والأسواق الصاعدة

والأسواق المتقدمة خلال الفترة (2004-٢٠٠٨)

النسبة %

لأسواق	لناشئة		لأسواق	لمتقدمة		لأسواق	لسنوات
لعربية	لمكسيك	سطنبول	ايلند	وورنكست	اسداك	وكيو	
1	0	97	11	15	49.5	7.1	004
89	9.6	41.3	2.7	36.9	03.6	38.4	006
3	9.8	29.7	6.6	16.4	69.9	25.1	007
30	9.9	35.1	4.5	41.8	026.5	51.2	008

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات من :

- النشرات الفصلية للأسواق المال العربية ، أعداد مختلفة .

.The World Federation of Exchanges ،equity 1.8 turnover velocity of shares domestic, available at : 06/02/2010http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/equity-markets.

من خلال دراسة الباحث لمؤشرات السيولة ، حجم السوق و درجة تمركزه ، في أسواق رأس المال العربية ومقارنتها بنظيراتها في كل من أسواق رأس مال متقدمة و أخرى ناشئة مختارة يمكن إستنتاج بعض الخصائص للأسواق رأس المال العربية ذلك كما يلي:

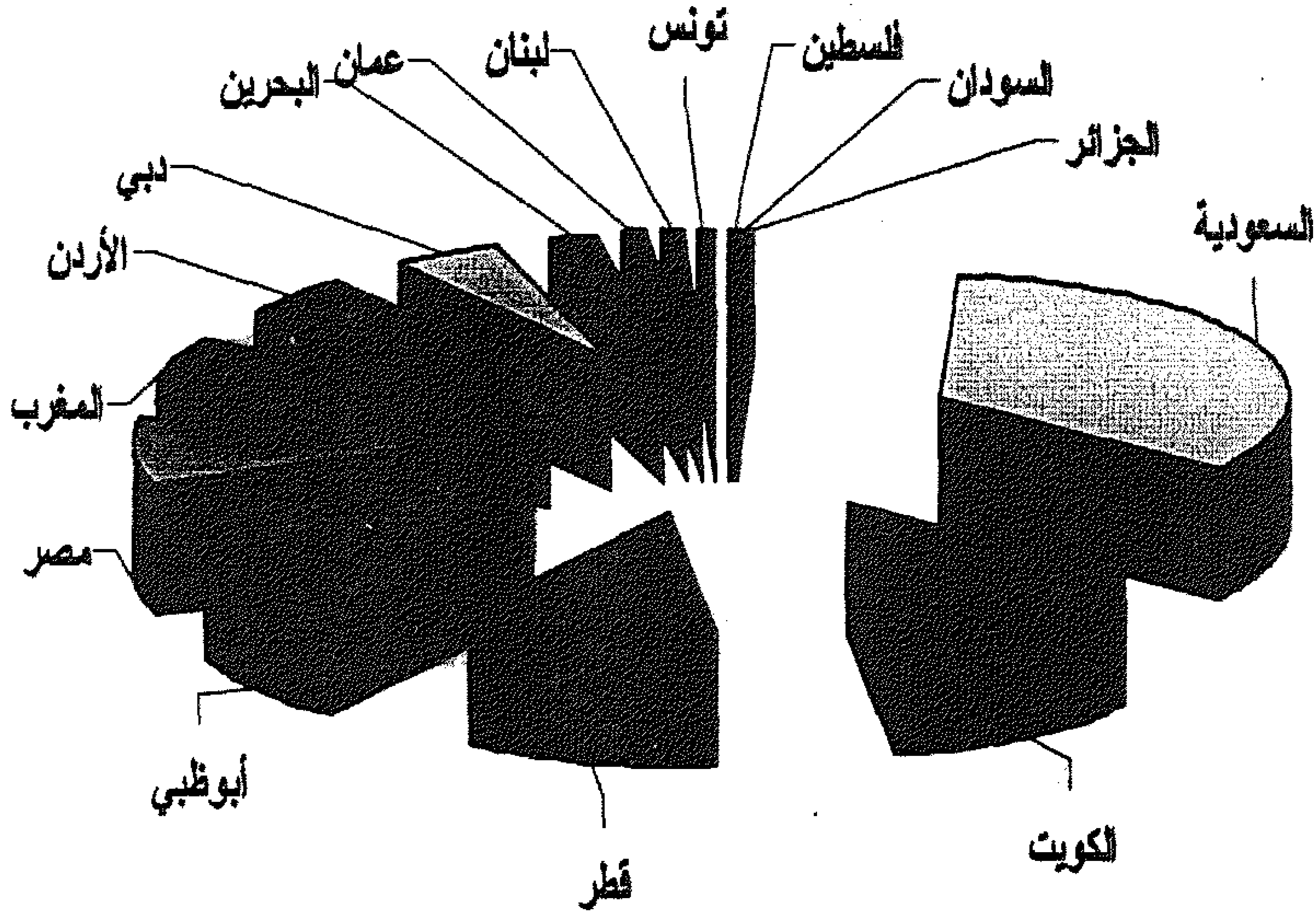
ـ ضآلة حجم السوق: فهي لا تمثل سوى ٦٪ من إجمالي رأس المال السوقي للأسواق الصاعدة وذلك في سنة ٢٠٠٧ ، نسبة ضئيلة للغاية للأسواق المتقدمة، كما أن أسواق المال العربية تختلف فيما بينها من حيث الحجم، إذ تميزت جميعها بضيق نشاطها ، ففي إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي تميزت أسواقها بتداول نشط، فقد تميزت باقي الأسواق العربية بتباطؤ في حركة التعامل، يمكن تفسير ذلك بأنه في إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي توجد وفرة فائضة للقدرة على التمويل وتحقق مدخرات مرتفعة وهذه المدخرات لم تجد منفذاً للإستثمار إلا في أسواق رأس المال، إذ أن حجم السوق وصغر متوسط رأس المال للشركات المدرجة فيه يترتب عليهما زيادة تقلبات الأسعار غير المبررة، خاصة في ظل ظروف ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح مع إنخفاض دور المستثمر المؤسسي في أنشطة التداول ، كما يعود صغر حجم السوق بصفة عامة في أسواق رأس المال العربية مقارنة بالأسواق الناشئة والمتقدمة إلى أنه في الاقتصادات العربية يتم الاعتماد على التمويل المصرفي كمصدر أساسي للتمويل وسيادة الشركات العائلية المغلقة.

ـ تحسين السيولة: يمكن استنتاج ذلك من خلال مقارنة نسبة الدوران في كلٍ من الأسواق المتقدمة والناشئة والأسواق العربية ويعزى ذلك لفورة أسواق المال العربية خصوصاً في الفترة الأخيرة كما يمكن إستنتاج أن نسب الدوران في الأسواق العربية متقلبة وغير مستقرة بخلاف أن هذه النسبة في باقي الأسواق تتسم بالإستقرار نوعاً ما من سنة لأخرى ، كما أن تحسن السيولة في الأسواق المالية العربية، يعزى إلى تنوع الأدوات المتاحة للإستثمار وتحسن نوعاً ما في إستخدام أدوات تغطية المخاطر.

ـ تباين الأداء بين الأسواق العربية: يمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي الذي يبين الوزن النسبي للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي في الربع الرابع لسنة ٢٠٠٨.

الشكل رقم: (١٣)

الوزن النسبي للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي في الربع الرابع لسنة (٢٠٠٨)



المصدر : صندوق النقدالعربي ، آداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية، العدد السادس و الخمسون ، أبوظبي ، الربع الرابع ٢٠٠٨، ص ٨٧.

يعكس الشكل السابق أن السوق السعودي من أكبر الأسواق العربية وأكثرها سيولة وعلى العموم أن أسواق رأس المال الخليجية في كل من قطر والسعودية والكويت، وأبوظبي، بالإضافة لسوق مصر والمغرب هم الذين يساهمون بنسبة كبيرة في مؤشر صندوق النقد العربي ، هذا بعكس باقي الأسواق المالية العربية.

- **إرتفاع درجة تركز التداول:** تعاني أغلب أسواق رأس المال العربية

من إنخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية، الأمر الذي يحصر التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق (الجدول رقم ٠٥) ، ترجع أهم أسباب ذلك إلى ضيق حجم الإقتصادات العربية وتركزها في قطاعات محدودة.

من الممكن توسيع نطاق التداول في الأسواق العربية بتهيئة الظروف المواتية للإدراج المشترك للشركات في الأسواق العربية توطئة لإنشاء سوق عربية مشتركة لتداول الأسهم.

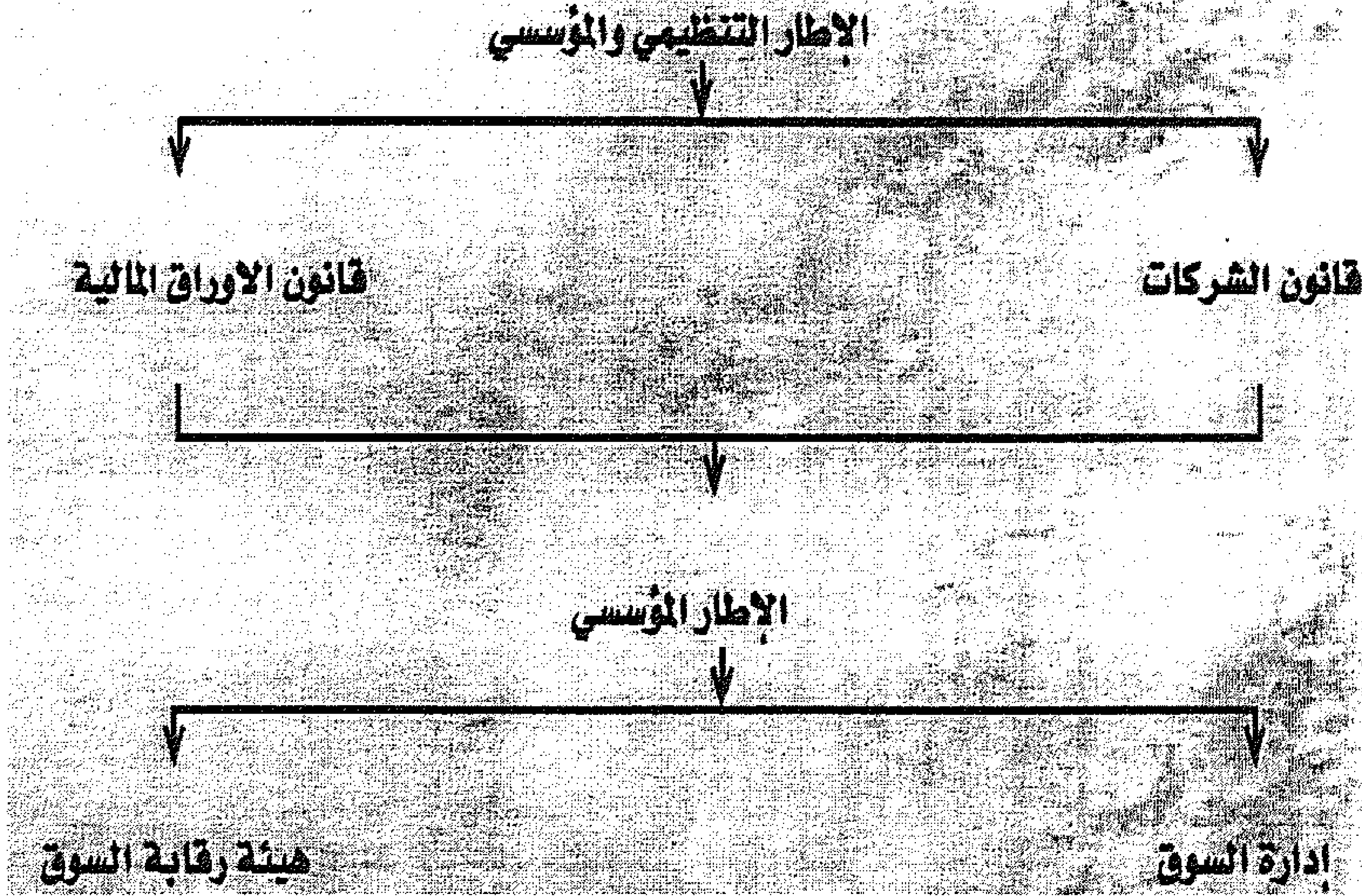
ثانيا- التطور في مقومات البنية الأساسية والتنظيمية لأسواق رأس المال العربية:

سعياً لتحسين القدرة التنافسية للإقتصادات العربية من أجل زيادة إستقطاب الإستثمارات العربية والأجنبية، عملت الجهات الفاعلة في أسواق رأس المال العربية على تطوير أطرها التشريعية وأنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي والوساطة، كما عملت على وضع لوائح وقوانين تهدف للمحافظة على كفاءة أسواقها المالية، كل هذا من أجل مسايرة المعايير الدولية التي أقرتها اللجنة الدولية للأوراق المالية (IOSCO) .

١ ـ الأطر التنظيمية لأسواق رأس المال العربية: تتضمن الأطر التنظيمية لأسواق رأس المال العربية قانون الشركات وقانون الأوراق المالية (أنظر الشكل الموالي)، فبتناول قانون الشركات ومتطلبات قيدها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة نشاطها وحتى تصفيتها.

شكل رقم :(١٤)

الإطار التنظيمي و المؤسسي للأسواق المال



المصدر : عيسى محمد الغزالي ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة جسر التنمية ، العدد التاسع و الثمانون ، الكويت ، السنة التاسعة ، يناير ٢٠١٠ ، ص ٣ .

من أهم أحكام إدراج الشركات في أسواق الأسهم العربية أن تكون شركات مساهمة عامة، لتعزيز تطور السوق ونشاطه وتخصص العديد من الإقتصادات العربية حوافز لتشجيع الشركات الفردية والمساعدة المحدودة للتحول إلى شركات مساهمة عامة ، إذ أن قوانين الأوراق المالية في الأسواق العربية، فتشمل أحكام وشروط متطلبات الإدراج في السوق، أحكام تداول

الأدوات المالية ، متطلبات الإفصاح والشفافية ، أحكام عن تنظيم أنشطة الوسطاء ، أحكام عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية ، متطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق ، متطلبات الإفصاح والشفافية، و أحكام المخالفات والعقوبات ، كما يتضمن القانون في الأسواق التي تنفصل فيها مهام هيئة سوق المال عن إدارة الرقابة للبورصة بنودا عن صلاحيات و مهام هيئة سوق المال و إدارة البورصة.

أما بالنسبة للإطار المؤسسي فيتكون من إدارة السوق و هيئته وذلك كما يلي:

ـ **إدارة السوق:** فيدار سوق رأس المال في أغلب الإقتصادات العربية من مجلس إدارة، من أهم مهامه رفع التوصيات والمقترحات بشأن اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، يشمل ذلك:

- شروط إدراج وتداول الأوراق المالية.

- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة المالية والضمانات المالية المطلوبة به، معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق وموظفيهم وأعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للسوق ، الإجراءات والعقوبات التأديبية لكل من يخالف تلك المعايير.

- تسوية النزاعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم.

- شروط ومتطلبات عضوية السوق.

ـ **هيئة سوق المال** : تتولى هيئة سوق المال في أسواق المال العربية مهام الإشراف على تنظيم وتطوير السوق، إصدار القواعد واللوائح والتعليمات اللآزمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية ، هذا بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق ، زيادة الثقة فيه، التأكد من الإفصاح الملائم والشفافية

للشركات المدرجة في السوق، حماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية.

إذ تعتبر هيئات سوق مال بالإقتصادات العربية جهة حكومية ذات استقلال إداري وترتبط مباشرة بأعلى سلطة في الدولة ، تشرف حالياً هيئات مستقلة إدارياً لكل الأسواق العربية ماعدا أسواق كل من البحرين، الكويت، بيروت والخرطوم للأوراق المالية ، تقع مسئولية مهام الإشراف والرقابة في هذه الأسواق على إدارة السوق.

٢- الإفصاح و الشفافية: في الحقيقة أن كفاءة الأسواق تعتبر المحصلة النهائية للإطار التطبيقي للقوانين واللوائح الخاصة بأسواق رأس المال وتتضمن أهم الآليات لتوفير الشفافية بأسواق رأس المال على ما يلي[١]:

ـ التأكد من فعالية متطلبات الإدراج وشفافيتها وقواعد التداول ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.

ـ توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة من خلال مركز الإيداع للأوراق المالية.

ـ وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية والكفاءة للسوق.

ـ التأكد من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء.

ـ وضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية بخصوص حوكمة الشركات المدرجة في أسواق رأس المال.

ـ توفير سبل التداول الإلكتروني الذي يستوعب أكبر قدر من

---

(1) ـ عيسى محمد الغزالي، فعالية أسواق الأسهم العربية، سلسلة جسر التنمية، العدد التاسع والثمانون ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، الكويت ، السنة التاسعة ، يناير ٢٠١٠، ص ٣.

المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

أقرت المنظمة الدولية لهيئات سوق المال (إيسكو IOSCO) مجموعة من المبادئ لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة ، التي تم وضعها على أساس تحقيق أهداف رئيسية لحماية المستثمرين وهي:

- ضمان تحقق العدالة وتحقق الكفاءة والشفافية.

- التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

تشتمل الهيئات العربية الأعضاء في منظمة إيسكو حتى فبراير ٢٠٠٩ على كل من مصر، الإمارات العربية المتحدة، سلطنة عمان، الأردن، البحرين، المغرب، تونس، والجزائر[1]. وسعياً لتحقيق الاستقرار المالي وتطوير معايير الشفافية تركز منظمة الإيسكو على تطوير معايير حوكمة الشركات في الأسواق الأعضاء ، بالنظر إلى حال المؤسسات المالية خاصة البنوك في الدول العربية فإنه يمكن ملاحظة أن معظمها لا يطابق معايير حوكمة الشركات سواء هيكلياً أو تنظيمياً أو حتى تطبيق مبادئ الوضوح والشفافية، فعند تفحص حال الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية، يمكن ملاحظة أن التلاعب والفساد القانوني والإداري هما السمة البارزة في أنشطة هذه الشركات وهذا يمثل تحدي أمام أسواق رأس المال العربية وينبغي التعرف على المعايير العالمية المعتمدة في حوكمة الشركات، بغرض تطوير مجموعة من القواعد والقوانين، التي تتوائم والبيئة المحلية التنظيمية والتجارية.

٣- أنظمة التداول: سعياً لدعم كفاءة وفعالية أسواق رأس المال العربية فقد تم تطوير أنظمة التداول الآلية، إذ يلاحظ في الوقت الحاضر أن عمليات التداول في الأسواق العربية تتم بالأنظمة الآلية ، ذلك باستثناء سوقي الخرطوم والجزائر اللذين يعملان بالطريقة اليدوية ، فأنظمة التداول الآلية

---

(1) ـ نفس المرجع السابق، ص-ص، ٥-٦.

تساهم في رفع كفاءة أسواق رأس المال وتعزيز شفافيتها ، فالنظام الآلي هو بمثابة مستودع يستقبل كل طلبات الشراء والبيع للأوراق المالية من شركات الوساطة المالية المسجلة بالسوق، كما أن النظام الآلي يساهم في سرعة التنفيذ لعمليات البيع والشراء.

إذ أطلقت بعض أسواق رأس المال العربية أنظمة تداول جد متطورة ، كنظام التداول في السوق السعودية والسوق المصرية ، هذه الأنظمة تسمح بتداول أدوات مالية أكثر تقدما، كما يتم من خلالها العمل بنظام صناع السوق، هذا النظام ساعد على بدء الجلسة الاستكشافية وهي آلية شديدة الأهمية نظراً لدورها في الحد من التذبذبات و التقلبات الحادة في أسعار الأسهم أبان فترات عدم الاستقرار المالي و يساعد كذلك أطراف السوق في تحديد أفضل الأسعار التي تحقق أكبر قدر من السيولة وتعبر عن التوجه الحقيقي للسوق(١).

ثالثا. خصائص العائد في أسواق رأس المال العربية:

فالقرار الإستثماري في أي سوق مالية يتوقف على العائد المتولد في هذا السوق مقارنة بدرجة المخاطر التي تقابله ومدى تقلبه ، إذ تشير درجة المخاطرة إلى مدى التقلب في العائد عبر الزمن ، لذا فهي تقاس بدلالة الإنحراف المعياري لمعدلات العائد الخاصة بأصل مالي معين، فكلما زاد الإنحراف المعياري لمعدلات العائد كلما دل ذلك على زيادة درجة المخاطرة و كلما قل الإنحراف المعياري لمعدلات العائد كلما دل ذلك على إنخفضت درجة المخاطرة، وكلما قل الانحراف المعياري لمعدلات العائد كلما دل ذلك على إنخفاض درجة المخاطرة ، كما أنه عندما يكون الإنحراف المعياري مساوي للصفر دل ذلك على أن الأصل المالي خال من المخاطرة (٢).

---

(1) ـ البورصة المصرية ، تقرير لمتابعة آداء البورصة المصرية ، التقرير السنوي ، القاهرة ٢٠٠٨ ، ص ٦ .

(٢)-عبد القادر محمد عبد القادر عطية ، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ٢٠٠٥ ، ص-ص ، ٧٥٥-٧٥٦.

تعكس التغيرات في مؤشر الأسعار العائد على الاستثمار في الأوراق المالية ، ومؤشر الأسعار من أهم العوامل التي يتحدد على أساسها قرار الاستثمار، فتحليل المؤشر يسمح للتعرف على طبيعة السوق و كفاءته و العائد المتولد فيه و درجة المخاطرة المرتبطة به، فلذلك سوف نحاول أن نحلل العائد في الأسواق المالية العربية ، لتحديد مدى كفاءة الأسواق العربية وأقلها مخاطرة ، ليتم مقارنة ذلك بالأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة، حيث أن العائد محسوب وفق الصيغة:

$$R = Log\ (pt/pt\text{-}1)$$

حيث أن **Pt** : هو قيمة مؤشر الأسعار في الزمن **pt-1, t** : مؤشر الأسعار في الزمن**T-1** .

إذ يوضح الجدول التالي خصائص العائد الشهري في أسواق رأس المال العربية خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠٠٨) وذلك كما يلي:

جدول رقم :(٨)

مقارنة خصائص العائد الشهري في الأسواق المالية العربية

في الفترة (٢٠٠٤-٢٠٠٨)

	Std. Déviation	Mean	Skewness	Kurtosis
عمان	.042	.006	-.080	1.504
البحرين	.021	.003	-.619	1.016
تونس	.025	.004	1.027	3.851
السعودية	.052	.008	-.388	-.554
مسقط	.047	.007	-2.520	9.519
الكويت	.064	.009	1.330	8.824
بيروت	.045	.007	.738	2.163
مصر	.044	.006	-.301	2.640
المغرب	.029	.004	.553	2.554
أبو ظبي	.045	.007	.270	.518
دبي	.063	.009	.294	.912
الدوحة	.049	.007	.542	1.264
الخرطوم	.042	.006	.247	1.567
الجزائر	.039	.006	-5.830	37.741
فلسطين	.057	.008	.635	1.169

ملاحظة : تم إستخدام المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بالنسبة للأسواق المال العربية .

المصدر : من إعداد الباحث بإستخدام برنامج التحليل الإحصائى للعلوم الإجتماعية spss ، بالإعتماد على بيانات شهرية من النشرات الفصلية لقاعدة بيانات أسواق المال العربية (أعداد مختلفة) .

من خلال الشكل يلاحظ:

- حقق سوقى كل من الكويت و دبي أعلى عائد كمتوسط شهري وحقق سوق البحرين أقل عائد كمتوسط شهري، أما باقي الأسواق فتتباين فيما بينهما.

- أما من حيث درجة المخاطر، نجد سوق البحرين أقلها مخاطرة و سوق الكويت أكثرها مخاطرة ، باقي الأسواق تتباين ضمن ذلك.

- من حيث كفاءة السوق و ذلك من حيث إتباع العائد للتوزيع الطبيعي حيث أنه يتحقق ذلك كلما كانت قيمة درجة الإلتواء skewness قريبة من الصفر، قيمة التفرطح kurtosis يساوي ٣ ، فنجد أن كافة أسواق رأس المال العربية لا تتسم بالكفاءة وتختلف فيما بينها تجاه قضية الكفاءة.

كما يمكن مقارنة خصائص العائد في أسواق رأس المال العربية مع غيرها من الأسواق الناشئة والمتقدمة كما يلي :

جدول رقم :(٩)

مقارنة خصائص العائد الشهري بأسواق رأس المال العربية و أسواق رأس مال أخرى

في الفترة (٢٠٠٤-٢٠٠٨)

المؤشرات الإحصائية	المؤشر المركب ص ن ع	المؤشر المركب لأمريكا	المؤشر المركب يورونكست	مؤشر سوق طوكيو	مؤشر سوق إسطنبول	مؤشر سوق تايوان
Minimum	-.158-	-.085-	-.098-	-.09-	-.09-	-.114-
Maximum	0.258	0.032	0.0514	0.0486	0.0312	0.076
Mean	0.00093	0.00113	-.00145-	-.00241-	-.00042-	0.003
Std.Deviation	0.053	0.022	0.024	0.027	0.023	0.039
Skewness	1.276	-1.590-	-.993-	-.984-	-1.912-	-.894-
Kurtosis	9.868	3.761	3.642	1.377	4.011	0.913

ملاحظة: تم إستخدام المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بالنسبة للأسواق المال العربية ، و المؤشر المركب لأكبر الشركات للأسواق مال (فرنسا، بلجيكا ، هولندا) ، المؤشر المركب للأسواق المال الأمريكية ، مؤشر السوق الياباني ، مؤشر السوق الثايواني ، مؤشر السوق التركي .

المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج التحليل الإحصائى للعلوم الإجتماعية spss ، بالإعتماد على بيانات شهرية من النشرات الفصلية لقاعدة بيانات أسواق المال العربية(أعداد مختلفة) ، باقي البيانات متاحة على قاعدة بيانات الإتحاد العالمي للبورصات على الموقع التالي:

23/02/2010 http://www.world-exchanges.org/statistics/ytd-monthly.

من خلال الجدول السابق يلاحظ :

- حققت سوق تايوان أعلى متوسط شهري للعائد ، تلته أسواق أمريكا ، لتتبعه أسواق رأس المال العربية.

- أما من حيث درجة المخاطرة فقد كانت أسواق المال العربية أكثر مخاطرة وذلك لأن الإنحراف المعياري للعائد بها كان الأكبر و كانت أسواق رأس المال الأمريكية أقل مخاطرة.

- من حيث درجة الكفاءة فكل الأسواق الموضحة لا تتسم بالكفاءة المطلقة ، إلا أنه عند المقارنة بينها نجد الأسواق الأمريكية هي الأكثر كفاءة و الأسواق العربية أقلها كفاءة.

فقد كشفت دراسة (SHAWKAT Hammoudeh and HUIMIN Ali، ٢٠٠٨)[1]. أجريت على قضية التقلبات المفاجئة في الأسواق المالية الناشئة وذلك بالتطبيق على أسواق رأس مال دول مجلس التعاون الخليجي، بأن معظم أسواق رأس المال الخليجية حساسة للأحداث العالمية الكبرى والإقليمية أيضاً ، مثل الأزمة المالية الآسيوية عام ١٩٩٧ ، إنهيار أسعار النفط سنة ١٩٩٨ بعد الأزمة ، و معظم التقلبات المفاجئة لأسواق رأس المال الخليجية هي نتيجة عوامل عالمية ، هذه الأسواق شديدة التقلب بسبب علاقتها بأسواق النفط وأنها تعاني من عدم الإستقرار السياسي، إذ أن السوق العمانية أكبر الأسواق عرضة للتقلبات المفاجئة.

---

(1) - SHAWKAT Hammoudeh and HUIMIN Ali , **sudden changes in volatility in emerging markets : the case of gulf arab stock markets**, international review of financial analysis, № 17, 2008, p 62 available at : 09/03/2010www.sciencedirect.com .

فالتقلبات المفاجئة ليست سمة أسواق رأس المال العربية فحسب وأن أسبابها ليست التغيرات في الظروف الإقتصادية العالمية فقط ، هناك عوامل أخرى فالإقتصادات الأوروبية عانت أسواق رأس المال بها لتقلبات مفاجئة وذلك أبان عملية التحول والتكامل بين هذه الاقتصادات، إلا أن هذه التقلبات المفاجئة انخفضت بتقدم عملية التكامل بين اقتصادات الإتحاد الأوروبي، كما أن الدول التي إنضمت حديثاً للإتحاد الأوروبي كان ذلك عاملاً لتحقيق استقرار في أسواقها المالية (١) . فقد كشفت دراسة أخرى (ERIC Girard and MOHAMED Omran ، ٢٠٠٧) (٢) ، أن الأسباب الرئيسية لتقلب العوائد في أسواق رأس المال العربية تعود لعم الإستقرار السياسي، ورأت الدراسة بأن هناك حاجة كبيرة لتحسين الأوضاع السياسية في الاقتصادات العربية من أجل جذب المزيد من الإستثمارات و تحسين تخصيص الموارد من خلال الأسواق المالية، لتحقيق ذلك لابد من المزيد في الإصلاحات المؤسسية، خصوصاً قضية الشفافية والفساد.

رابعا ـ مدى التكامل البيني و العالمي لأسواق رأس المال العربية :

يؤدي تكامل أسواق رأس المال عادة إلى رفع الكفاءة التشغيلية و زيادة عمق السوق، كما أن تكامل أسواق رأس المال يزيد المنافسة بين شركات الوساطة المالية، هو الأمر الذي يجذب عدد أكبر من المستثمرين، كما أن حدة المنافسة تحفز شركات الوساطة المالية على تنويع خدماتها وتطوير منتجاتها المالية ، بالتالي المساهمة في زيادة عمق السوق وخفض المخاطر التي قد يتعرض لها

---

(1) - PING Wang and TOMOE Moore , **sudden changes in volatility : the case of five central European stock markets** , journal of international financial markets institutions est money , № 19, 2009, p45, available at : 09/03/2010www.elsevier.com/locate/intfin .

(2) - ERIC Girard and MOHAMED Omran , **what are the riske when investing in thin emerging equity markets : evidence from the arab world** , journal of international financial markets institutions est money , № 17, 2007,p-p , 121-122, available at : 09/03/2010 www.elsevier.com/locate/intfin.

المستثمرون وذلك بتنويع المحافظ الاستثمارية، هذا و أن التكامل بين أسواق رأس المال يقابل بإنتقال آثار العدوى في أوقات عدم الاستقرار المالي وإنتشار العدوى.

١ ـ التكامل البيني للأسواق رأس المال العربية : بدأت أسواق رأس المال العربية محاولات الربط فيما بينها منذ عام ١٩٨٢ بإنشاء إتحاد بورصات وهيئات أسواق رأس المال العربية ، ذلك بعضوية كل من بورصات عمان وبيروت والدار البيضاء وتونس، فقد واجه الإتحاد العديد من العقبات التي حالت دون تحقيق هدف تبادل قوائم الإدراج للأوراق المالية في شتى أسواق رأس المال العربية ، منها وجود قيود قانونية على ملكية الأوراق المالية ، وللتغلب على تلك العقبات، سعى إتحاد البورصات العربية خلال فترة التسعينات من القرن الماضي للربط والتنسيق بين أسواق رأس المال العربية من خلال عقد اتفاقيات ربط ثنائية وثلاثية بين البورصات الأعضاء وذلك كما يلي[1]:

ـ كانت أولى تجارب الربط بين أسواق رأس المال العربية ، باتفاق بين الهيئة العامة لسوق المال في مصر وسوق الكويت للأوراق المالية سنة ١٩٩٦، ينظم هذا الاتفاق عمليات الإدراج المشترك والتداول وكيفية انتقال رؤوس الأموال فيما بينها.

ـ في ١٩٩٦ إنضمت بورصة بيروت إلى الاتفاق الذي شدد على محاولة تنسيق الإجراءات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية، دخل حيز التنفيذ سنة ١٩٩٧.

---

(1) ـ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا (الإسكو)، الاستعراض السنوي للتطورات في مجال الحوكمة و التكامل الإقليمي في الدول العربية، الأمم المتحدة ، نيويورك، ديسمبر ٢٠٠٧، ص ٦٠.

من خلال هذا الاتفاق ظهرت تحديات مختلفة، كان أهما صعوبات تتعلق بالتعامل مع وكالات المقاصة و التسوية و شركات الوساطة.

إلا أنه كان متوقعاً أن تنظم البورصات العربية الأخرى، فقد وقعت البحرين والكويت اتفاقاً ثنائياً سنة ١٩٩٧ ، لتبادل الإدراج وإنشاء نظام تسويات مشترك، كما توجد اتفاقات ثنائية مماثلة بين الأردن والبحرين وسلطنة عمان، وبين الأردن والكويت بالإضافة إلى الاتفاق الثنائي بين بورصات البحرين والكويت ومسقط، كما أنه في سنة ٢٠٠٤ تم تشكيل لجنة رؤساء الهيئات والأسواق المالية بمجلس التعاون الخليجي، بهدف إيجاد آلية للربط فيما بينها [١] ، إذ يعد مشروع البورصة العربية الموحدة أحدث محاولات إتحاد البورصات العربية لربط أسواق رأس المال العربية ، الذي كان من المقرر أن تبدأ عملها في ٢٠٠٥، إلا أنه لم يدخل حيز التنفيذ بالرغم من الآمال والطموحات المنعقدة على تنفيذ هذا المشروع كخطوة هامة لتحقيق التكامل الاقتصادي العربي [٢].

و يمكن إختبار أثر تلك الإجراءات والإتفاقيات على مدى الترابط والإندماج فيما بين أسواق رأس المال العربية ، من خلال معامل الإرتباط بين مؤشرات الأسعار الشهري للبورصات العربية وذلك كما يلي:

فمن خلال مصفوفة معاملات الإرتباط السابقة يتضح أن هناك:

ـ علاقة إرتباط قوية بين كل من سوق رأس المال في كل من مصر، المغرب، بيروت، الكويت، تونس.

---

(1) ـ نفس المرجع السابق، ص٦٠.

(2) ـ صلاح الدين حسن السيسي، الأسواق المالية الأزمات المالية (الأسباب، التداعيات ، سبل المواجهة) في ظل منظمة التجارة العالمية وتحرير الخدمات المالية ، دار الفكر العربي ، مصر ، ٢٠٠٨ ، ص ـ ص ٢٠٠١ـ٢٠٠٣، (بتصرف).

- علاقة إرتباط ضعيفة بين أسواق مال دول مجلس التعاون الخليجي، بالرغم من وجود آليات ربط ما بينها ، حتى ما بين أسواق رأس المال الداخلية بها مثل سوق رأس المال لأبوظبي ودبي.

- علاقة إرتباط معتبرة بين أسواق رأس مال كل من الجزائر ، السعودية، دبي، فلسطين.

- علاقة إرتباط سالبة بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وأغلب الأسواق العربية ، وعلاقة ارتباط سالبة بين بورصة الجزائر وكل من سوق تونس والمغرب.

- علاقة إرتباط قوية بين كل من سوق المغرب وتونس قاربت الواحد الصحيح.

تعكس معدلات الإرتباط بين أسواق رأس المال لمدى التكامل المشترك فيما بينها والآثار الهامة على قرارات تخصيص المحفظة الإستثمارية فيما بين الأسواق الإقليمية ، كما يعزى للدور المتزايد لصناديق الإستثمار في أسهم هذه الأسواق و إتجاهات المضاربة فيما بينها، كما أنه يجب الأخذ في الإعتبار أنه من الممكن أن لا تكون علاقة ترابطية خطية بين سوقين ماليين وأكثر في حين توجد علاقة ترابطية بينهما غير خطية ، هذا ما أكدته دراسة لإختبار تكامل أسواق الأوراق المالية بدول شمال إفريقيا (مصر، المغرب، وتونس) [1]. كما أكدت دراسة (طلاع محمد الديحاني ، ٢٠٠٥) [2] ، التي أجرت إختباراً للتأثير التبادلي

(1) – IBRAHIM Omour , **financial integration nourth Africa stock markets** , Arab planning institute , working paper series № 0908 , Kuwait , 2009 , p-p , 9-10.

(2) - طلاع محمد الديحاني ، **التأثير المتبادل بين أسواق ناشئة: تجربة الإمارات اوعمان وقطر** ، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد الثاني عشر، العدد الثالث ، مجلس النشر العلمي جامعة الكويت ، الكويت ، سبتمبر ٢٠٠٥ ، ص ٤٠٤ .

فيما بين أسواق الأوراق المالية الناشئة (الإمارات ، عمان ، قطر) ، على أنه يوجد الأثر غير التماثلي لجميع الأسواق ولكن بصورة متفاوتة .

كما أن عدم تكامل أسواق رأس المال العربية بالصورة المرجوة يعود بشكل أساسي إلى عدة عوامل أهمها [1]:

- إختلاف نظم التداول وقواعد القيد.
- إختلاف التشريعات والقوانين بين أسواق المال العربية.
- غياب الوعي الإستثماري وتفشي السيطرة العائلية.
- ضعف نظم و قواعد الإفصاح و حماية المتعاملين .
- محدودية عرض الأوراق المالية.
- المشاكل الإقتصادية التي تعاني منها الإقتصادات العربية.
- إتجاه المستثمر العربي نحو الودائع المصرفية.
- غياب دور صانع السوق.
- ضعف فعالية تطبيق الإدارة الرشيدة (الحوكمة) في الإقتصادات العربية.

٢ ـ التكامل على المستوى العالمي للأسواق رأس المال العربية :

ساهم تحرير الحساب الرأسمالي في حرية دخول وخروج المستثمرين الأجانب

---

(1) ـ وليد جاسر فهمي عويس، أساليب تنظيم تكامل أسواق المال العربية في ظل المتغيرات العالمية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص – ص ، ١٣٥-١٣٨ .

من السوق المالي، وبذلك تكون لهم إنعكاسات على آداء السوق المالية، إذ تشير النظرية النيوكلاسيكية ومؤيدو تحرير الحساب الرأسمالي إلى أنه يؤدي إلى تعزيز النمو والإستقرار الإقتصادي وتقوية الأسواق المالية، وهذا بتوفر المعلومات الكاملة عن الأسواق وتحقق شروط المنافسة الكاملة وكفاءة الأسواق الرأسمالية.

قد سبق أن وضح الباحث آثار تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل على أسواق رأس المال بشكل عام ، بذلك يجب دراسة واقع أسواق رأس المال العربية من عمليات تحرير حساب رأس المال في الحافظة ومدى تأثرها بمجريات الأسواق العالمية وذلك من خلال قياس معاملات الإرتباط ما بين المؤشر المركب للأسواق رأس المال العربية (المؤشر المركب الذي يصدره صندوق النقد العربي) و مؤشرات أسواق رأس مالية متقدمة وأخرى ناشئة ، فأسواق رأس المال العربية تتباين فيما بينها تجاه عمليات تحرير حسابات الحافظة ويمكن تبيين ذلك كالآتي [1]:

- سوق البحرين للأوراق المالية: يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك ١٠٠٪ من أسهم الشركات البحرينية المدرجة، أما الأجانب ومن بينهم العرب فلا يسمح لهم التملك أكثر من ٤٩٪.

- سوق أبو ظبي المالي: يسمح للمقيمين الأجانب بتداول أسهم ٣٢ شركة بنسب تتراوح بين ٢٠-٤٠٪، أما الخليجيين ففي حدود ١٠٠٪.

- سوق دبي المالي: يسمح للأجانب بالتداول في أسهم ١٨ شركة بنسب تتراوح بين ١٥-٤٩٪.

---

(1)- اللجنة الإقتصادية والإجتماعية لغربي آسيا (الإسكو) ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٢.

- سوق الأسهم السعودي: يسمح للخليجيين بتملك ١٠٠٪ من أسهم الشركات المدرجة، ولغير الخليجيين يسمح لأجانب المقيمين فقط بالتداول، أما الأجانب غير المقيمين فيسمح لهم الإستثمار فقط في صناديق الاستثمار.

- سوق مسقط للأوراق المالية: يسمح لغير المواطنين بتملك حتى ٧٠٪ من أسهم بعض الشركات.

- سوق الدوحة وسوق الكويت للأوراق المالية: الملكية القصوى لغير المواطنين لاتزيد عن ٢٥٪ فقط .

- سوق تونس: يسمح لغير المواطنين (عرب/ أجانب) بالتملك في حدود ٥٠ ٪، ومازاد عن ذلك يحتاج لموافقة من المجلس الأعلى للإستثمار.

- بورصتي القاهرة والإسكندرية: لا توجد قيود على الأجانب إلا في حالة الإستثمار برأس مال الشركة.

- سوق عمان، بورصة الجزائر، سوق الخرطوم، سوق فلسطين، سوق الدار البيضاء: لا تفرض قيوداً على الإستثمار الأجنبي في الحافظة.

مع الإشارة إلى أن أغلبية أسواق رأس المال العربية بها صناديق إستثمار تسمح للأجانب الإستثمار بها وقد قامت العديد من هيئات أسواق رأس المال العربية بإصدار شهادات إيداع دولية GDRs مثل مصر، تونس، المغرب، لبنان، وتتسم هذه الشهادات بعدم خضوعها للضرائب، بالإضافة إلى أدوات مالية أخرى كصناديق المؤشرات ، هذه الأدوات من شأنها زيادة تغلغل و إرتباط الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية في العالم.

من خلال ما سبق يتبين لنا أن أسواق رأس المال العربية تتباين تجاه قضية تحرير الإستثمار الأجنبي في الحافظة، فدول مجلس التعاون الخليجي

تتصف أسواقها أنها متحفظة من قضية التحرير، إذ بلغت نسبة مساهمة الأجانب في سوق البحرين للأوراق المالية سنة ٢٠٠٧ ٣٣.٣٪ بالنسبة للخليجيين ١٤.٥٩٪ من جنسيات أخرى، في حين كانت هذه النسبة مرتفعة في بورصتي القاهرة والإسكندرية كان نصيب مساهمة الأجانب من قيمة التداول في نفس السنة ١٩.٥٪ بالنسبة لنصيب الأجانب غير العرب و ١٢.٥٪ بالنسبة لنصيب العرب ، كما بلغت نسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في مايو ٢٠٠٨ حوالي ٥٠.٤٪ من إجمالي القيمة السوقية ، حيث كانت مساهمة العرب بـ٣٣.٩٪ و الأجانب ١٦.٥٪.

يمكن القول بأن أسواق رأس المال العربية بصفة عامة تزايدت درجة إنفتاحها على أسواق رأس المال الناشئة و المتقدمة منها الغير العربية ، فمع تزايد تلك الدرجة الإنفتاح تزيد درجة التأثير المتبادل والترابط فيما بينها ، وسعياً منا للكشف عن قيمة هذه الدرجة ، تم حساب معاملات الإرتباط (correlation coefficients) بين البيانات الشهرية لمؤشر صندوق النقد العربي المركب و مؤشرات عن أسواق أخرى ، يمكن إيضاح ذلك من خلال مصفوفة معاملات الإرتباط كما يلي:

جدول رقم :(١١)

معاملات الإرتباط بين المؤشر المركب للأسواق رأس المال العربية و أسواق رأس

مال أخرى في الفترة (٢٠٠٤-٢٠٠٨)

معامل إرتباط بيرسون

	العربية	أمريكا	طوكيو	ثايوان	يورونكست	إسطنبول
العربية	1	0.43	0.49	0.19	0.43	0.50
أمريكا	0.43	1	0.69	0.86	0.90	0.93
طوكيو	0.49	0.69	1	0.61	0.88	0.73
ثايوان	0.19	0.86	.61	1	0.82	0.79
يورونكست	0.43	0.90	.88	0.82	1	0.88
إسطنبول	0.50	0.93	.73	0.79	0.88	1

ملاحظة : تم إستخدام المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بالنسبة للأسواق المال العربية ، و المؤشر المركب لأهم الشركات في (فرنسا، بلجيكا ، هولندا)، المؤشر المركب للأسواق المال الأمريكية S &P ، مؤشر السوق الياباني NIKI، مؤشر السوق الثايواني ، مؤشر السوق التركي .

المصدر : من إعداد الباحث بإستخدام برنامج التحليل الإحصائى للعلوم الإجتماعية spss و بالإعتماد على بيانات شهرية من النشرات الفصلية لقاعدة بيانات أسواق المال العربية (أعداد مختلفة) وباقي البيانات متاحة على قاعدة بيانات الإتحاد العالمي للبورصات على الموقع التالي:

12/01/2010http://www.world-exchanges.org/statistics/ytd-monthly

-من خلال نتائج مصفوفة معاملات الإرتباط السابقة ، يتبين لنا أن أسواق رأس المال العربية تتباين درجة إنفتاحها على الأسواق العالمية و درجة تأثرها بمجريات التقلبات في تلك الأسواق ، فقد كانت أكبر درجة ترابط مع سوق إسطنبول للأوراق المالية بمعامل ارتباط بلغ ٠.٥٠ ، في حين كانت أقل درجة إرتباط مع سوق تايوان إذ بلغ معامل الإرتباط معه ٠.١٩ ، أما عن علاقة الإرتباط بين الأسواق المالية العربية والأسواق الأمريكية والأوروبية واليابانية فقد كانت متقاربة بمعدل إرتباط ٠.٤٣ ، في حين عند مقارنة معاملات الارتباط المحققة ما بين الأسواق العربية وباقي الأسواق العالمية من جهة ومعاملات الإرتباط المحقق فيما بين الأسواق في العالم يمكن القول أن الأسواق العربية مازالت درجة تكاملها مع باقي الأسواق في العالم دون المستوى المحقق على الساحة المالية العالمية ، فقد قاربت معدلات الإرتباط بين سوق إسطنبول الناشىء ٠.٨٠ مع باقي الأسواق في العالم ، و تعزى قيمة درجة الإرتباط بين أسواق رأس المال العربية و باقى أسواق رأس المال العربية المبينة لمدى وجود قنوات إرتباط مالية أو تجارية بين الإقتصادات العربية و تلك الإقتصادات .

وسعياً من الباحث للكشف عن قيمة درجة التأثير المتبادل و الترابط فيما بين كل سوق رأس مال عربي على حدى و باقي أسواق رأس المال الناشئة و المتقدمة غير العربية ، تم حساب معاملات الإرتباط (correlation coefficients) بين البيانات الشهرية لمؤشرات الأسواق العربية و البيانات الشهرية لتلك الأسواق ، هذا في فترة (٢٠٠٧ـ ٢٠٠٨) التى سادها عدم الإستقرار المالي على مستوى العالم ، و يمكن إيضاح ذلك من خلال مصفوفة معاملات الإرتباط كما يلي:

من خلال المصفوفتين السابقتين يلاحظ أن هناك :

- علاقة إرتباط ضعيفة بين سوق رأس المال الأردني وباقي أسواق رأس المال الغير عربية ، بالمقارنة بعلاقة إرتباطها بأسواق رأس المال العربية .

- علاقة إرتباط ضعيفة بين سوق رأس المال التونسي و باقي أسواق رأس المال الغير العربية ، بالمقارنة بعلاقة إرتباطها بأسواق رأس المال العربية .

- علاقة إرتباط ضعيفة بين سوق رأس المال في لبنان ، بالمقارنة بعلاقة إرتباطها مع أسواق رأس المال العربية .

- علاقة إرتباط معتبرة بين سوق رأس المال المصري مع أسواق رأس المال الأمريكية و الأوروبية ، أما علاقة إرتباطها مع باقي أسواق رأس المال الغير عربية فهي ضعيفة.

- علاقة إرتباط صغيرة ما بين سوق رأس المال المغربي و باقي أسواق رأس المال غير العربية بالمقارنة بعلاقة إرتباطها بأسواق رأس المال العربية .

- علاقة إرتباط معتبرة ما بين سوق رأس المال الجزائري و أسواق رأس المال الأمريكية و الأوروبية ، وعلاقة إرتباط ضعيفة مع باقي أسواق رأس المال غير العربية.

- علاقة إرتباط ضعيفة بين سوقا رأس المال الفلسطيني و السوداني وأغلب البورصات العربية أو غير العربية .

- علاقة إرتباط معتبرة بين أسواق رأس المال الخليجية على العموم و أسواق رأس المال الأمريكية و الأوروبية ، بالمقارنة بعلاقة إرتباطها مع باقي البورصات العربية بإستثناء سوق رأس المال القطري مع أسواق رأس المال الأوروبية ، أما علاقة الإرتباط بين البورصات الخليجية مع باقي البورصات غير العربية بالمقارنة بعلاقة إرتباطها مع باقي البورصات العربية.

بذلك يمكن القول أن الأسواق المالية العربية تتباين فيما بينها من حيث تكاملها مع باقي أسواق رأس المال في العالم ، و يمكن إرجاع درجات الترابط بين الأسواق المالية في العالم إلى مواعيد جلسة التداول في السوق الرئيسي، بالإضافة إلى علاقات التكامل ما بين البنية الأساسية والمؤسسية لهذه الأسواق المالية(1). كما يمكن إرجاع ذلك إلى قنوات الإرتباط المالية ، التجارية ، السياسية ، و غيرها التي سبق أن درسها الباحث في العنصر السابق ، إذ يجب الإشارة إلى أن في أوقات عدم الإستقرار المالي تزداد درجة التأثير المتبادل ما بين أسواق رأس المال ، فقد إرتفعت درجات الإرتباط في الفترة (٢٠٠٧-٢٠٠٨) بين أسواق رأس المال العربية وأسواق رأس المال الأخرى خاصة منها الأمريكية والأوروبية.

كما أن دراسة (WAJIH Khallouli ، ٢٠٠٨) (2). هدفت إلى تحديد قابلية أي من بورصات الشرق الأوسط و شمال إفريقيا للعدوى المالية بعد أزمة تركيا في عام ٢٠٠١، حيث كانت نتائجها تؤكد على إرتفاع درجة الإعتماد المتبادل بين بورصات الدول محل الدراسة ، إلا أنها وجدت بإستثناء بورصة إسرائيل لم تتأثر بأثر العدوى نتيجة إنتقال الصدمات المالية عبر

---

(1) ـ بورصتي القاهرة و الإسكندرية ، تقرير البورصة السنوي ، القاهرة ، ٢٠٠٧ ، ص ١٩ ، متاح على الموقع :
18/02/2010 http://www.egyptse.com/arabic/services.aspx.

(2)- WAJIH Khallouli , **shift contagion in middle east and north Africa stock markets** , economic research forum , working paper series № 420 , Cairo , July 2008, p 8 .

بورصات الشرق الأوسط و شمال أفريقيا ، و أن ذلك يمكن تفسيره بإحدى نتائج الدراسة التجريبية (على بن الضب ، ٢٠١٠) [1] ، التي حاولت إختبار أثر سياسية الإقراض مابين البنوك الشاملة الأوروبية على أسعار الأسهم في بورصات الإقتصادات الناشئة ، و إستنتجت أن الأسهم المسعرة ببورصة تل أبيب هي الأسهم الأكثر تفسيرا لتغيرات معدل الإقراض لدى البنوك الشاملة الأوروبية مقارنة بالبورصات الناشئة محل الدراسة الأخرى ، و أن سياسة الإقراض لدى البنوك الشاملة تعتبر متغير مفسر لتغيرات مؤشرات بورصات الإقتصادات الناشئة ، و بذلك يمكن إستنتاج أن الإستثمار الإسرائيلي يلعب دورا بارزا في تقلبات أسواق رأس المال في العالم و منها أسواق رأس المال العربية .

---

(1) ـ علي بن الضب ، دراسة أثر سياسة الإقراض ما بين البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة ، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول السياسات النقدية و المؤسسات المالية ، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ سكيكدة ـ الجزائر ، سكيكدة ، ٩ ـ ١٠ نوفمبر ٢٠١٠ ، ص ٢٥ .

المبحث الثانى

تأثير الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على أسواق رأس المال العربية و أساليب مواجهة تداعياتها

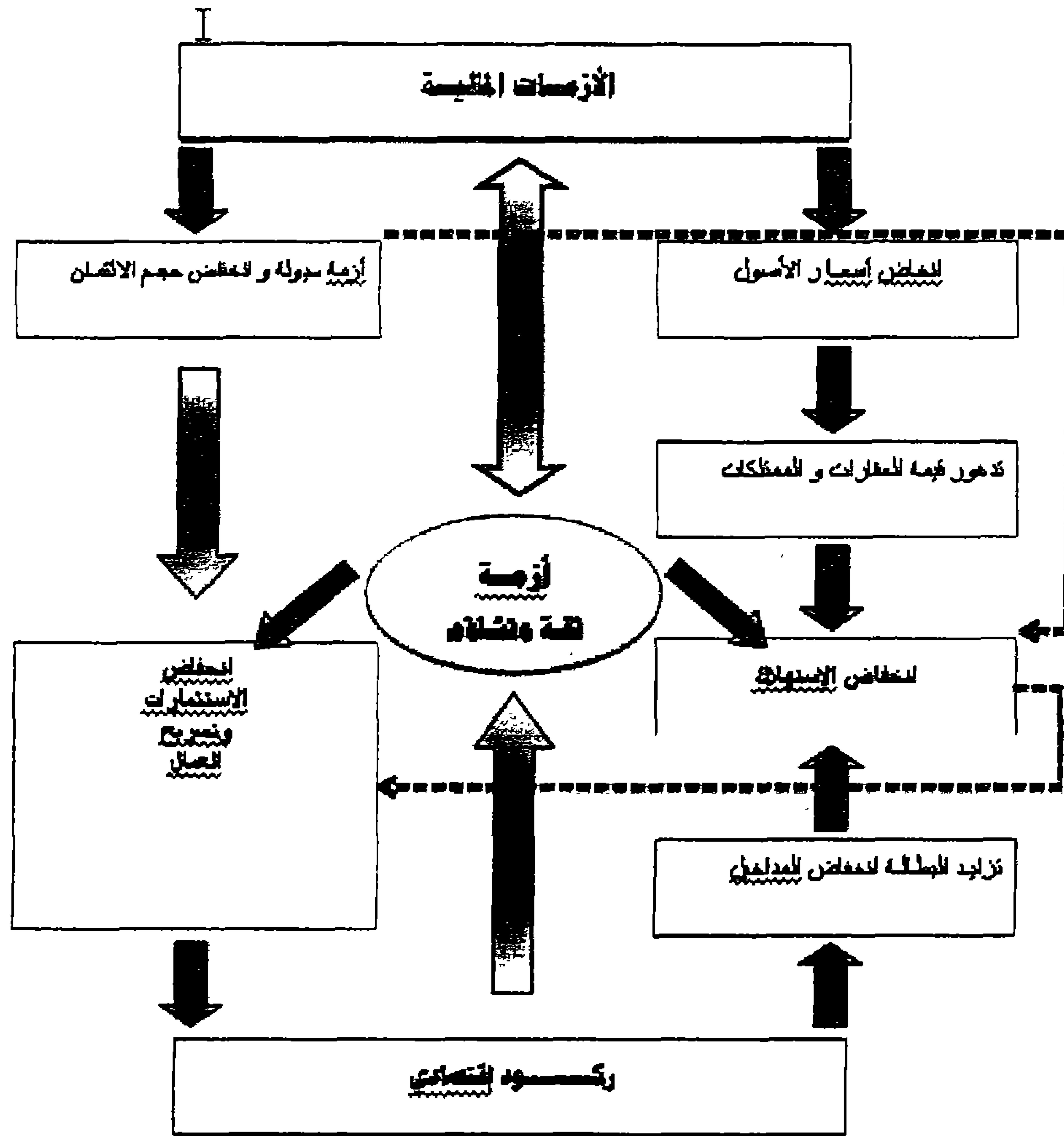
إذ يمكن دراسة مدى تأثير الأزمة المالية لعام (٢٠٠٨) على أسواق رأس المال العربية من أجل دراسة و رصد أساليب مواجهة تداعياتها ذلك كمايلي :

أولا. تحليل تأثير الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على أسواق رأس المال العربية :

إن إنتقال مخاطر عدم الإستقرار المالي يشكل دورة تبدأ من القطاع المالي ثم ينتشر آثاره إلى باقي القطاعات الإقتصادية الرئيسية الأخرى بأي إقتصاد ليعاود الرجوع للقطاع المالي ، كما ينتشر مابين القطاعات بشكل تأثير تبادلي ، و يمكن توضيح طرق إنتقال مخاطر عدم الإستقرار المالي بين مختلف القطاعات الإقتصادية الرئيسية بأي إقتصاد من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم : (١٥)

رسم توضيحي لتداعيات الأزمات المالية و إ نتقال مخاطر عدم الإستقرار المالي بين مختلف القطاعات الإقتصادية



المصدر . من إعداد الباحث بالإعتماد على .

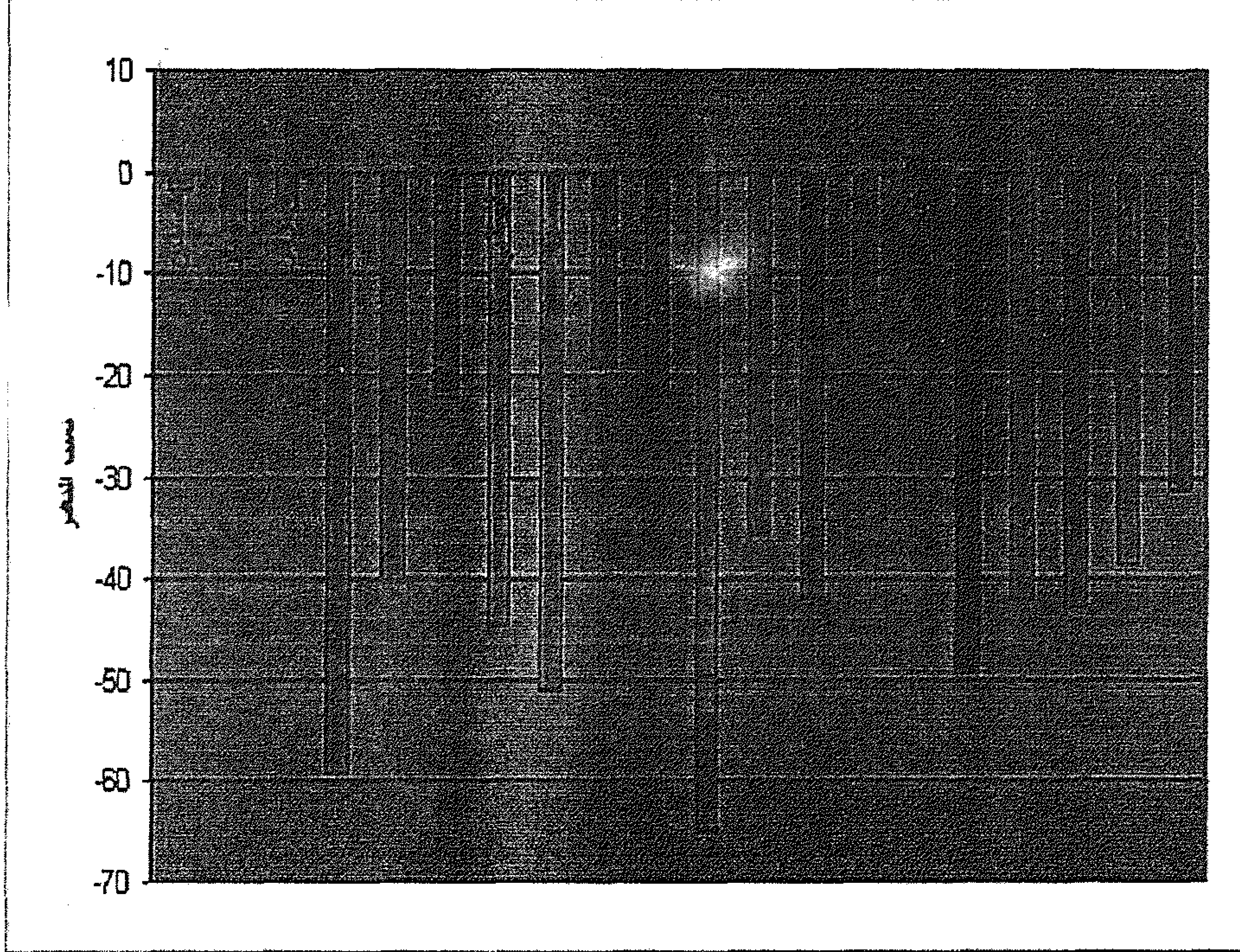
. NICOLAS Couderc and OLIVIA Montel Dumont ، **subprime recession : Understanding the crisis** ، French Documentation ، Paris ، 2009، P. 34.

يمكن أن يشير الباحث إلى أن درجة التأثير التبادلي مابين القطاعات الإقتصادية الرئيسية بأي إقتصاد تكون حسب درجة عمق القطاع المالي بباقي القطاعات الإقتصادية الأخرى ، من ثم إن حدثت عدوى بالفعل إلي الأسواق المالية العربية بشكل عام - دراسة الباحث محصورة على أسواق رأس المال العربية - من الأزمات المالية التى تعانى منها الأسواق المالية غير عربية ، فإنه لا يمكن حصر تداعيات تلك الآثار - إن وجدت فعلا - على القطاع المالي بالإقتصادات العربية فحسب ، إنما آثارها تكون سلبية تمتد على باقى القطاعات الإقتصادية الأخرى بالإقتصادات العربية التي تعتبر درجة العمق المالي بقطاعاتها الإقتصادية مهمة ، وتلك الأثار تكون بسبب آثار عدم الإستقرار المالي التى تنتقل عبر الأسواق المالية العربية ، فمن الضروري معرفة موقف أسواق رأس المال العربية من تلك التداعيات .

إمتدت تداعيات أزمة الرهون العقارية عام (٢٠٠٨) للإقتصادات العربية و ما ترتب عنها من ركود في إقتصادات غالبية الدول المتقدمة و النامية ، إذ تباينت القنوات الرئيسية التي إمتدت تداعيات الأزمة من خلالها إلى أسواق رأس المال العربية ، ذلك كما وجد الباحث عند دراسته لمدى التكامل الإقليمي و العالمي للأسواق رأس المال العربية ، أن أسواق رأس المال العربية تتباين فيما بينها بالنسبة لمدى إرتباطها البيني و العالمي مع الأسواق المالية العربية و العالمية ، إذ يمكن توضيح موقف أسواق رأس المال العربية تجاه أزمة الرهون العقارية في الشكل التالي الذي يبين نسب التغير في مؤشرات مختلف أسواق رأس المال العربية و نسب التغير لأهم مؤشرت الأسواق المالية الناشئة و المتقدمة الأخرى (مقارنة ٢٠٠٧ مع ٢٠٠٨) ذلك كما يلي :

الشكل رقم : (١٦)

نسب التغير في مؤشرات مختلف أسواق رأس المال العربية و نسب التغير لأهم مؤشرت الأسواق المالية الناشئة و المتقدمة الأخرى (مقارنة ٢٠٠٧ مع٢٠٠٨)



المصدر : من إعداد الباحث بالإعتماد على : بيانات من النشرة الفصلية لآداء أسواق الأوراق المالية العربية ، العدد السادس و الخمسون ، أبوظبي ، الربع الرابع ٢٠٠٨ (إستخدام المؤشرات الصادرة عن صندوق النقد العربي بالنسبة للأسواق رأس المال العربية)، باقي البيانات متاحة على قاعدة بيانات الإتحاد العالمي للبورصات على الموقع التالي:

http://www.world-13/02/2010
.exchanges.org/statistics/ytd-monthly

فمن خلال الشكل يلاحظ أن أغلبية أسواق رأس المال العربية و العالمية تأثرت بالسلب جراء الأزمة المالية العالمية إلا سوق رأس المال التونسي فقد تم التسجيل به تأثر بالإيجاب حتى بعد وقوع الأزمة المالية العالمية ، إذ تباين موقف أسواق رأس المال العربية تجاه الأزمة المالية العالمية ، و لغرض تحليل مدى تداعياتها تجاه أسواق رأس المال العربية يمكن تقسيم أسواق رأس المال المال العربية لثلاث مجموعات رئيسية هي كما يلي :

١ـ المجموعة الأولى (أسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي): فالإقتصادات الخليجية تتباين فيما بينها تجاه درجة الإنفتاح الإقتصادي و المالي ، إلا أنها على العموم تتسم بأنظمة مالية و تجارية منفتحة وذات إنكشاف عال على الأسواق المالية العالمية هذا كما وجده الباحث عند دراسته لمدى تكاملها الإقليمي و العالمي ، وأن إرتباطها الوثيق بكل من النظام المالي العالمي و بالأسواق العالمية للسلع و الخدمات في مقدمتها النفط و الغاز و البيتروكيماويات ، كانت القنوات الرئيسية لإمتداد الأزمة العالمية لأسواق رأس ماها.

إذ شهدت دول مجلس التعاون الخليجي الأعوام التي سبقت الأزمة طفرة في الموارد المالية الناجمة عن الزيادة الضخمة في الإيرادات النفطية و التدفقات الرأسمالية الأجنبية ، و مع تفاقم الأزمة المالية في الدول المتقدمة و إنكماش الطلب العالمي إثر ذلك و التراجع الحاد لأسعار النفط العالمية خلال النصف الثاني من سنة ٢٠٠٨ ، تقلصت الفوائض المالية لدول المجلس بذلك تقلصت أيضا السيولة المحلية ، بالإضافة لخروج التدفقات المالية الأجنبية و التي دخلت أسواق المال الخليجية لأغراض المضاربة ، وتجلت إنعكاسات الأزمة في تراجع مؤشرات أسواق رأس المال الخليجية ، قدرت الخسائر في القيمة السوقية للأسواق الخليجية بنحو ٤٠٠ مليار دولار خلال الفترة

(سبتمبر- ديسمبر ٢٠٠٨) [١]. هذا ما يمكن تبيينه في الشكل الموالي الذي يوضح إتجاه مؤشرات أسواق الأسهم لدول المجموعة الأولى و مؤشر S&P500 بعد جانفي ٢٠٠٨ ذلك كمايلي:

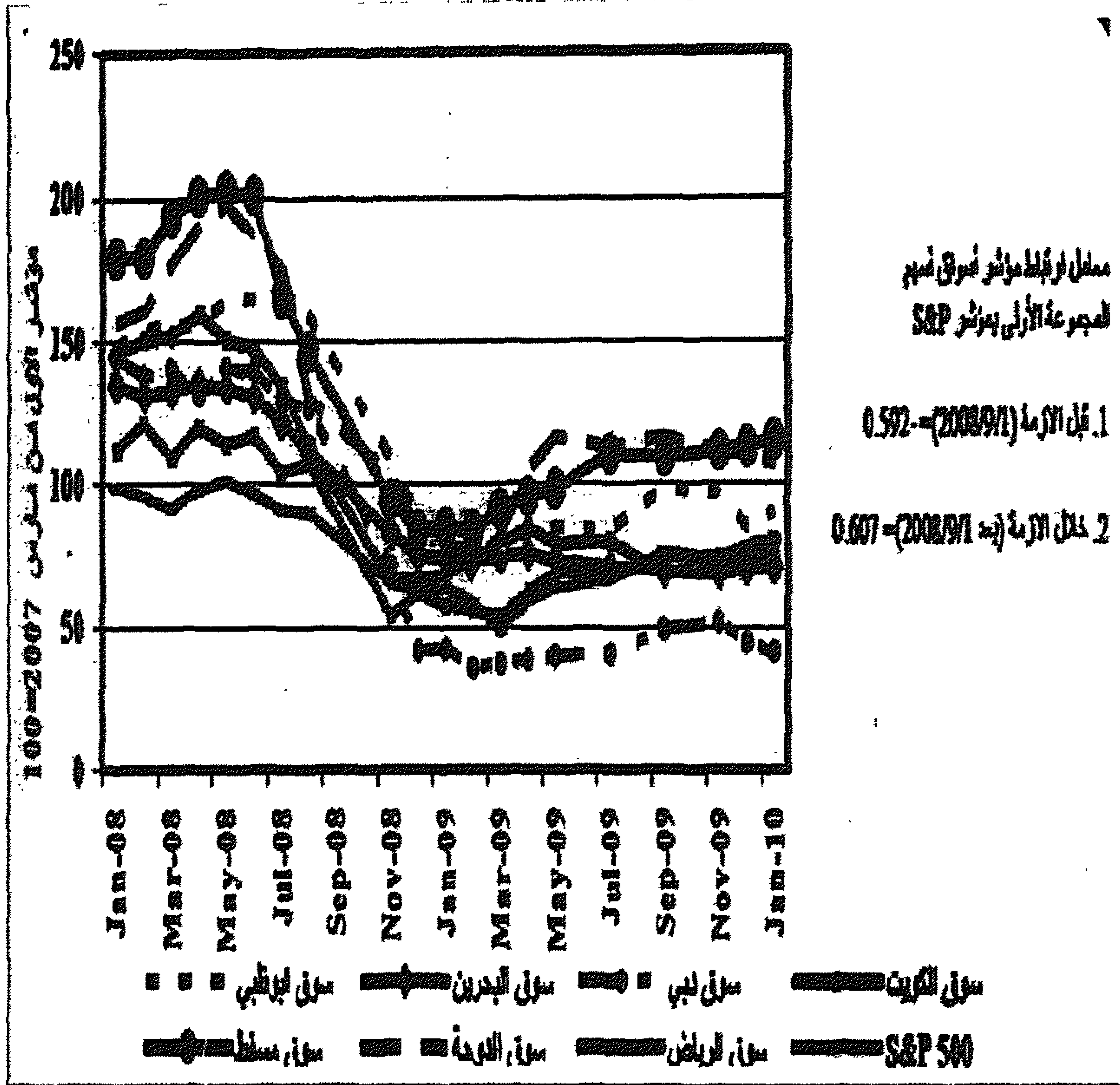
---

(1) ـ جمال الدين رزوق ، **الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على إقتصادات الدول العربية** ، دراسات إقتصادية ، صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية ، أبو ظبي ، ٢٠١١، ص ١٠.

الشكل رقم :(١٧)

إتجاه مؤشرات أسواق الأسهم لدول المجموعة الأولى و مؤشر S&P500

بعد جانفي (٢٠٠٨)



المصدر: جمال الدين رزوق ، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على إقتصادات الدول العربية دراسات إقتصادية صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية ، أبو ظبي، ٢٠١١ ، ص ١٠.

فمن خلال الشكل السابق يمكن القول بأن مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية تعرضت لتقلبات عدة ، و تأثر أسواق الأسهم الخليجية بأزمة الرهون العقارية ظاهرة بصورة واضحة و عند مقارنة معامل إرتباط مؤشرات أسواق الأسهم لدول مجلس التعاون الخليجي مجمعة مع مؤشر سوق الأسهم الأمريكية S&P500 قبل و خلال الأزمة يتحول إتجاه معامل الإرتباط من علاقة عكسية قبل الأزمة إلى علاقة طردية خلال الأزمة ، أي أن هناك علاقة طردية وطيدة جدا بين إتجاه مؤشر السوق الأمريكية و حركة أسعار الأسهم في الأسواق الخليجية (١)، كما أن اللافت في الأمر أنه بالرغم من التأكيدات الرسمية بأن أسواق رأس مال المنطقة ومستثمريها الأفراد وصناديقها الإستثمارية ، لن تتأثر بشكل مباشر و كبير بتداعيات الأزمة المالية العالمية ، إلا أن مسلسل إنخفاض مؤشرات أسواق المال الخليجية كان أكبر بكثير من إنخفاض مؤشرات أسواق الدول المتقدمة المفترض أن تنخفض أكثر من غيرها كونها موطن الأزمة و تتأثر بتداعياتها بشكل مباشر (٢)، و يلعب دور في ذلك لتجربة دول المنطقة التي لم تكن إيجابية تماما حول كيفية التعامل مع الأموال الساخنة التي أحدثت بخروجها المفاجيء إرباكا لأسواق المنطقة (٣).

---

(1) . حسن منير الصادي ، تأثير المخاطر المالية و الإقتصادية و السياسية على الملاءة الإئتمانية و تطور أسواق الأوراق المالية في النظم المالية التي تعتمد على الآليات البنكية و تلك التي تعتمد على آليات السوق دراسة تحليلية مقارنة ، مجلة المحاسبة و الإدارة و التأمين ، العدد الثاني و السبعون ، السنة الثامنة و الأربعون ، كلية التجارة جامعة القاهرة ، القاهرة ، ٢٠٠٩ ، ص. ص ، ١٣٧ . ١٣٨ .

(2) . إبراهيم عاكوم ، أسواق الأوراق المالية العربية :إنعكاسات و عبر من الأزمة المالية العالمية ، دراسات إقتصادية ، العدد ٩ ، صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية ، أبو ظبي ، ٢٠٠٩ ، ص ١٢ .

(3) . جاسم المناعي ، الأزمة المالية العالمية وقفة مراجعة ، مجلة إتحاد المصارف العربية ، العدد ٣٣٧ ، إتحاد المصارف العربية ، بيروت ، ديسمبر ٢٠٠٨ ، ص ١٦٠.

كما أن في دراسة (MAHMOUD Haddad and SAM Hakim , 2010)[1] ، التي حاولت تحليل مدى دور البنوك الأجنبية العاملة في المملكة العربية السعودية في إنتقال تداعيات الأزمة المالية العالمية للإقتصاد المملكة ، فعلى الرغم من الشكوك حول كون البنوك المملوكة جزئيا للأجانب معرضة أكثر للمخاطر من البنوك المملوكة للمساهمين المحليين ، فنتائج الدراسة النجريبية تشير للعكس من ذلك ، فلم تجد الدراسة أي دليل على أن المساهمين الأجانب في البنوك المحلية السعودية و الذيم عانو من حدة الخسائر و مشكلات السيولة في بلدانهم قد خفضو إتمانهم في المملكة العربية السعودية أو أنهم تصرفو بطريقة متعارضة مع نظائرهم المحليين ، و يمكن تعميم هذه النتائج على باقى الأنظمة المالية الخليجية ، إلى حد ما كون وجود تشابه بليغ فيما بينها .

من خلال ماسبق يمكن تفسير الهبوط الحاد بأسواق رأس المال الخليجية في تلك الفترة إلى القيام بعمليات بيع واسعة من قبل المستثمرين غير المؤسسين في دول الخليج في ظل بيئة تداول ضعيفة ، و في ضل إفتقار أسواق مال المنطقة لصانعي السوق .

إذ أن دراسة (SHWKAT M.Hammoudeh and YUAN Yuan and MICHAEL Mcaleer ، ٢٠٠٩)[٢] ، إختبرت آثار

---

(1)- MAHMOUD Haddad and SAM Hakim, **HAVE FOREIGN BANKS CONTRIBUTED TO THE SPREAD OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS TO SAUDI ARABIA?**, The Economic Research Forum (ERF), Working Paper № : ٥٣٧, Cairo, ٢٠١٠ , pÜ p , ٥ . ٦ .

(2)- SHWKAT M.Hammoudeh and YUAN Yuan and MICHAEL Mcaleer , **Shock and volatility spillovers among equity sectors of the Gulf Arab stock markets** , The Quarterly Review of Economics and Finance № 49, p.p ,840 . 841 , available at : 17/02/2010www.elsevier.com/locate/qref.

الصدمات الخارجية على تقلبات مؤشرات أسعار أسهم مختلف القطاعات الإقتصادية بالإقتصادات الخليجية ، حيث خلصت أن أسواق رأس المال الخليجية حساسة جدا لأحداث بالأسواق المالية العالمية ، و بذلك ينبغي على الأسواق الخليجية أن تنتهج إستراتيجيات للتحوط ، وتسعى لتطوير تقنيات التحوط مثل الخيارات و العقود الآجلة ، التي تحد من التقلبات السريعة بأسواق رأسمالها .

٢ ـ المجموعة الثانية (الأردن ، تونس ، سورية ، لبنان ، مصر ، المغرب) : أسواق رأس المال بدول هذه المجموعة تعتبر ذات إنكشاف محدود على أسواق المال العالمية ، وهذا ما أدى إلى تقليل تأثيرات الأزمة المالية العالمية المباشرة على أسواقها المالية المحلية ، و بوجه عام تمكن القطاع المالي بدول هذه المجموعة من تجنب الآثار السلبية الحادة التى شهدها عدد من دول الإقتصادات الناشئة خلال الأزمة المالية العالمية ، ذلك لأن معاملاتها المالية الخارجية تخضع لقيود على حرية التدفقات الرأسمالية ، حيث تلتزم المصارف المحلية و مؤسسات القطاع الخاص بسقوف محددة للإستثمار في الخارج وذلك للحد من إنكشاف أصولها الأجنبية على المخاطر الإستثمارية العالية مثل التي شهدتها أسواق المال العالمية خلال الأزمة.

كما أنه بالرغم من وجود دور للروابط التجارية كقناة نقل لتداعيات الأزمات المالية ، ودور كثافة التجارة مع الشركاء التجاريين في تزامن الدورات الإقتصادية مع الشركاء التجاريين ، وبذلك تلعب القنوات التجارية في نقل الصدمات كصدمات عدم الإستقرار المالي ، إلا أن إقتصادات هذه المجموعة إستطاعت إتخاد إجراءات و طبقت سياسات من شأنها حماية أنظمتها المالية المحلية من آثار الصدمات الخارجية،هذا ما نجده مثلا في الحالة المصرية حيث

أكدت دراسة تجريبية (نشوى مصطفى،٢٠١١) [1] التي إختبرت تلك العلاقة بين الإقتصاد المصري و أهم شركاءه التجاريين ، وإستخلصت بأن تزامن الدورات الإقتصادية بين الإقتصاد المصري و شركاءه التجاريين لايعود إلى كثافة التجارة البينية معهم لكن لعوامل أخرى ، و أن فعالية هذه العوامل في نقل الصدمات الخارجية ضعيفة ، ومن ثم آثار عدوى الأزمات المالية و الإقتصادية العالمية محدودة وتعود لعوامل أخرى في الظروف العادية.

فمن خلال الشكل التالي الذي يوضح إتجاه مؤشرات أسواق رأس المال بدول هذه المجموعة ، ومؤشر CAC40 وذلك كمايلي :

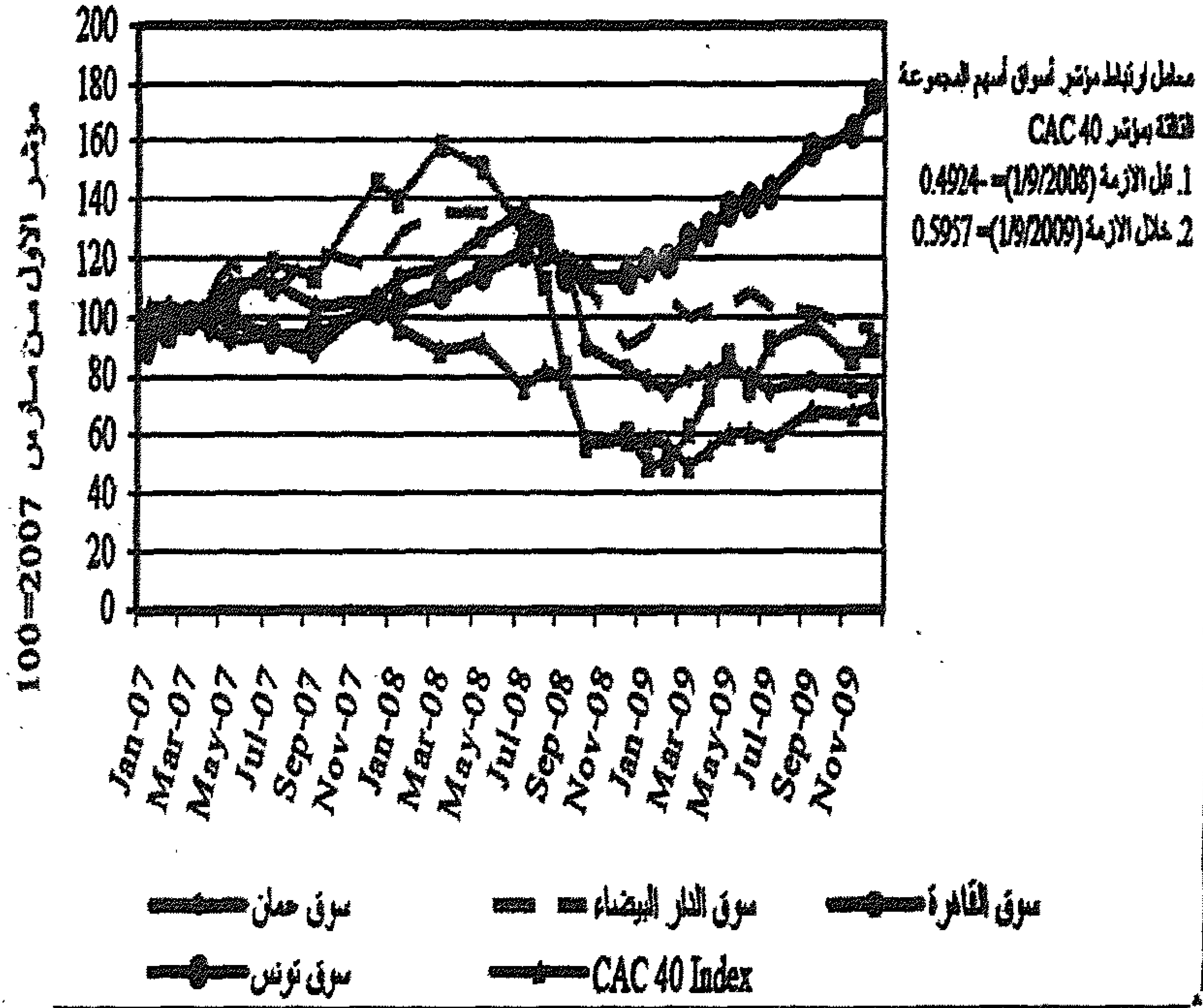
---

(1) ـ نشوى مصطفى، مرجع سبق ذكره ، ص ، ٨٣ .

الشكل رقم : (١٨)

إتجاه مؤشرات أسواق الأسهم لدول المجموعة الثالثة و مؤشر CAC 40

بعد جانفي (٢٠٠٨)



المصدر: جمال الدين رزوق ، **الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على إقتصادات الدول العربية** صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية ، دراسات إقتصادية ، أبو ظبي ، ٢٠١١، ص ١٧.

حيث يلاحظ حتى قبيل إندلاع الأزمة المالية العالمية لم تتأثر أسواق رأس مال هذه المجموعة بالتقلبات التي شهدتها أسواق رأس المال العالمية ، يرجع ذلك بالأساس لأن غالبية المستثمرين بأسواق رأس المال المحلية لدول

هذه المجموعة ، هم أفراد من دول المجموعة مع تواجد محدود لإستثمار الأجنبي المؤسسى فى عدد من الأسواق ذات السيولة العالية ، غير أن التطورات التي شهدتها أسواق رأس المال العالمية منذ تفاقم الأزمة المالية العالمية في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ ، أثرت سلبا على أسواق رأس مال لعدد من دول هذه المجموعة بسبب التقلبات الحاصلة في الأسواق العالمية وخاصة الأوروبية منها ، فسوق رأس المال المصري مثلا فقد فى يومين ١٥% من قيمته و وصل الإنخفاض بعد ذلك في نهاية الأسبوع الأخير من أكتوبر ٢٠٠٨ إلى ٣٣% و هذا الإنخفاض لم يشهد له سوق رأس المال المصري من قبل [(١)]، فقد تحول معامل إرتباط مؤشرات سوق رأس المال لدول هذه المجموعة مع مؤشر سوق رأس المال الفرنسي (CAC٤٠) من علاقة عكسية قبل الأزمة لعلاقة طردية خلال الأزمة .

كما لا يمكن إغفال تأثير تقلبات معنويات الأسواق المالية المحلية العربية ، على التقلبات في مؤشراتها العامة ، متأثرة بالأحداث الجارية بالأسواق العالمية ، و هذا ما أكدته دراسة (Wajih Khallouli and Rene Sandretto ، ٢٠١١) [(٢)] ، حيث إستخلصت أنه لا وجود لحدوث إنهيارات حقيقية بأسواق رأس المال دول شمال إفريقيا و الشرق الأوسط إنما وجود لتغيرات في معنويات تلك الأسواق و هو يؤثر بدوره على المؤشرات

(1) ـ رمضان مقلد ، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الدول النامية مع الإشارة الخاصة لمصر ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، المجلد ٤٦ العدد ١ ، كلية التجارة جامعة الإسكندرية ، الإسكندرية ، يناير ٢٠٠٩ ، ص ٣٠ .

(2)- WAJIH Khallouli and RENE Sandretto , **Testing for "contagion" of the subprime crisis on the Middle East and North African stock markets: A Markov Switching EGARCH approach** , Working Paper presented at the ١٧ th Economic Research Forum (ERF) Conference for politics and economic development , turkey , ٢٠ ـ ٢٢ March 2011 ,p.p , ٥ـ6.

العامة لها .

وتجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من الشركات المحلية بإقتصادات هذه المجموعة ، منها شركات مصرية تمتلك شهادات إيداع دولية في بورصات أخرى و تراجع قيمة هذه الأخيرة إنعكس سلبا على تراجع مؤشرات أسعارها في البورصة المحلية ، كما أن وجود مستثمرين أجانب في البورصة المصرية أدى للإنخفاض مؤشر البورصة بعد أن إتجه هؤلاء للبيع و الإنسحاب بأموالهم مع هبوط أسعار بورصات بلادهم ، أثر هذا لتوجه المستثمرين المحليين للبيع مما زاد من عمق الإتجاه الهبوطي لبورصة مصر .

٣ ـ المجموعة الثالثة (الجزائر ، السودان ، فلسطين): تعتبر أسواق رأس مالها المحلية غير مرتبطة إرتباطا مباشرا بالأسواق المالية العالمية ، إلا أن الإقتصاد الجزائري والإقتصاد السوداني يعتمد على الإيرادات النفطية ، وبالتالي فإن الطلب العالمي و الأسعار العالمية للنفط يؤثر كثيرا على السيولة المحلية بها [1]، و الإقتصاد الفلسطيني يعتمد على المنح و المعونات الخارجية التي تتأثر بمعدل نمو الإقتصادات المانحة .

إلا أنه لم يتأثر قطاعها المالي المحلي بدول هذه المجموعة بتداعيات الأزمة المالية العالمية ، لكونه أكثر أنغلاقا و غير مرتبط بالنظام المصرفي و المالي العالمي بصورة مباشرة ، حيث لم تتعرض أسواق رأس مال دول هذه المجموعة لتقلبات كبيرة في القيمة السوقية نظرا لصغر حجم التداول و قلة عدد الشركات المدرجة فيها ، و أن درجة عمقها المالي بإقتصادات هذه الدول ضعيفة للغاية ، بالإضافة لإنغلاقها أمام الإستثمار الأجنبي المباشر.

---

(1) ـ نبيل جورج دحدح ، تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط و الغاز الطبيعي ، دراسات إقتصادية ، صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية ، أبوظبي ، ٢٠١٠ ، (بتصرف)

ثانيا ـ أساليب مواجهة تأثير الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على أسواق رأس مال إقتصادات مجلس التعاون الخليجي :

فنظرا للإنعكاسات السلبية للأزمة المالية لعام (٢٠٠٨) على أسواق رأس المال العربية ، خاصة في النصف الأخير من عام ٢٠٠٨ و بداية الربع الأول من ٢٠٠٩ ، فقد بادرت الجهات المختصة في الدول العربية و مازالت تواصل إتخاد إجراءات و تدابير لتحصين الأسواق و دعم إستقرارها من خلال مايلي [1]:

ـ تعزيز نظم الرقابة و الإشراف و الإلتزام بتطبيق أفضل الممارسات العالمية في عملها التنظيمي و الرقابي .

ـ كما واصلت مؤسسات الرقابة المالية المختصة جهودها و أخدت بزمام المبادرة في وضع بنية تشريعية تكفل التطبيق الدقيق لمعايير الإلتزام المهني و الظوابط الخاصة بحوكمة الشركات و إشتراطات الإفصاح و النزاهة و الشفافية بما يعزز معايير الشفافية و الإفصاح.

ـ قامت بعض الأسواق بمراجعة التشريعات التي تحكم السوق و عملت على تحديثها و وضع آليات للرقابة على المخاطر و إستحداث أدواة مالية جديدة .

ـ أصدرت أسواق أخرى أطر تنظيمية و إشرافية لتنظيم عمل صفقات الإستحواد و التملك و إعادة شراء الأسهم .

ـ طورت بعض الأسواق أنظمة التداول ، كما حسنت في قواعد قيد الشركات المدرجة و إقرار ظوابط لعمل شركات الوساطة المالية و شركات الإستشارات المالية .

---

(1) ـ صندوق النقد العربي و آخرون ، آداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية العدد التاسع و الخمسون ، الربع الثالث ، بدون دار نشر ، أبو ظبي، ٢٠٠٩ ، ص-ص ، ٧-٨ .

و نظرا للتحديات التي فرضتها تداعيات الأزمة المالية سنة (٢٠٠٨) على الإقتصادات العربية ، إتخذت الإقتصادات العربية إجراءات لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية على إقتصاداتها المحلية ، ذلك كل حسب أوضاعها الإقتصادية و كل حسب كيفية و حجم تلك التداعيات ، و على العموم قامت الدول العربية بتبني سياسات مالية و مصرفية و نقدية أو حزم تحفيزية لدرء الآثار السالبة للأزمة ، إذ ركزت هذه السياسات بشكل عام على دعم الطلب الكلي ، ذلك إما مباشرة عن طريق تبني سياسة مالية توسعية أو بشكل غير مباشر من خلال التخفيف النقدي و دعم السيولة المصرفية .

إلا أنه يمكن تحليل تلك الإجراءات التي أتخدتها إقتصادات مجلس التعاون الخليجي ذلك سعيا منها لمواجهة تداعيات الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على إقتصاداتها بشقيها المالي و الحقيقي ، و نظرا لكفاية رأس المال بهذه الإقتصادات قبل الأزمة و خلالها إستطاعت أن تطبق جملة من الإجراءات العملية المناسبة لظروف كل منها و ذلك بصفة سريعة لدعم و سلامة و إستقرار قطاعاتها المصرفية و المالية المحلية ، حيث يمكن تبيينها في الجدول التالي :

جدول رقم:(١٤)

أهم الإجراءات المتخذة في دول مجلس التعاون الخليجي لدعم الإستقرار المالي

و تقليل آثار تداعيات الأزمة العالمية على إقتصاداتها

	ضمان الودائع المصرفية	توفير المصرف المركزي للسيولة	وضع ودائع حكومية للأجل الطويل	ضخ إلى رأس مال المصارف	شراء محافظ استثمارية لدى المصارف	شراء أسهم المصارف المتداولة أسهمها في السوق	تيسير السياسة النقدية
الإمارات	✓	✓	✓	✓			✓
البحرين		✓	✓				✓
السعودية	✓	✓	✓				✓
عمان		✓	✓			✓	✓
قطر	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
الكويت	✓	✓	✓	✓		✓	✓

المصدر: صندوق النقد العربي و آخرون، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، بدون دار نشر،أبو ظبي، ٢٠١٠ ، ص ٢١٠.

فتلك الإجراءات تهدف لدعم إلتزامات القطاع المصرفي و المالي ، وذلك بضخ رأس مال في ميزانيات المصارف في كل من الإمارات و قطر و الكويت ، إذ قامت السلطات النقدية في دول مجلس التعاون الخليجي بإتاحة تسهيلات و قروض للمصارف العاملة فيها ، فالسلطات الرسمية القطرية دعمت أصول المصارف المحلية و ذلك بشراء المحافظ الإستثمارية التي إنخفضت قيمتها بشدة وقد بلغ مجموع قيمة الشراء نحو ٦ % من الناتج المحلى

القطري [1]، كما قامت كل من الإمارات و قطر و الكويت بإجراءات من شأنها ضمان و الودائع لدى المصارف ، فتلك الإجراءات تهدف أساسا لتحسين نوعية الأصول و توفير السيولة الآزمة لدى المصارف المحلية و إعادة الثقة بسوق رأس المال ، و لتعزيز السيولة في القطاع المصرفي قامت أغلبية السلطات النقدية الخليجية بتيسير إستخدام أدوات السياسة النقدية .

إذ أن في إطار دعم السيولة في القطاع المصرفي ، شملت جهود الدول العربية الخليجية و كثير من الدول العربية الأخرى تطوير تسهيلات إئتمانية لدى البنوك المركزية خصصت من أجل دعم السيولة و توفير التمويل الآزم للأنشطة الإقتصادية المختلفة ، حيث قامت بنوكها المركزية بتقديم تسهيلات لمقايضة العملة المحلية بالدولار ، وتسهيلات شهادات الإيداع و أذونات الخزينة و الأوراق المالية ذلك من أجل ضخ المزيد من السيولة داخل النظام المصرفي و سوق الإقتراض مابين البنوك هذا بالإضافة إلى الدعم المباشر للسيولة من خلال فتح حسابات حكومية لودائع دات آجال إستحقاق طويلة الأجل [٢].

إلا أنه يجب الإشارة من خلال التجارب السابقة التي أثبثت أنه توجد إمكانية لدى الإقتصادات المتقدمة لضخ مزيد من السيولة اللآزمة لإعانة مختلف القطاعات الإقتصادية للخروج من الأزمة المالية ، دون إحداث تعقيدات إضافية على أنظمتها المالية المحلية لأن غالبية الإلتزامات لديها بالعملة المحلية و بالتالي زيادة ضخ السيولة لا يولد ضغوط إضافية على سعر

---

(1) ـ صندوق النقد العربي و آخرون ، التقرير الإقتصادي العربي الموحد ، بدون دار نشر ، أبو ظبي ، ٢٠١٠ ، ص ٢١٠.

(2) ـ أحمد أبو بكر علي بدوي ، الحوافز المالية و النقدية في الدول العربية إبان الأزمة المالية العالمية و إنعكاساتها على جهود الإصلاح المالي ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٣ .

الصرف و إن حدث إرتفاع في المستوى العام للأسعار فذلك يخفض من القيمة الحقيقية لإلتزامات المتعاملين الإقتصاديين ، في حين بالإقتصادات النامية التي تمتاز غالبية إلتزاماتها بالعملة الأجنبية فإن ضخ مزيد من السيولة يولد ضغوطا إضافية على سعر الصرف و المستوى العام للأسعار و بالتالي التأثير على الوضع المالي للبنوك المحلية ولهذا تظطر السلطات النقدية لرفع معدلات الفائدة المحلية للحيلولة دون تقهقر سعر الصرف و هذا بدوره يزيد من تكاليف التمويل و بالتالي يؤثر سلبا على الإستثمار المحلي[١].

كما سارعت بعض السلطات الرقابية العربية لضبط المعاملات المضرة بالسوق ، إذ كان البنك المركزي البحريني سباقا في إتخاد الإجراءات الإحترازية بسرعة و ذلك للتصدي لأي مضاربات على الدينار البحريني و بذلك لم تتأثر البحرين عندما قرر هؤلاء المضاربون مغادرة الأسواق المالية الخليجية حيث لم يسمح البنك المركزي البحريني بأي مضاربة مالية على قيمة الدينار البحريني ، و بذلك جنبت تلك الإجراءات الإحترازية البحرين أي نقص من السيولة[٢].

و نظرا للإحتياطات الضخمة التي يمتلكها الإقتصاد السعودي ، فقد تمكنت السعودية من إتخاد حزمة من الإجراءات و السياسات لتقليل تعرض إقتصادها لآثار الأزمة المالية ، فالسعودية إشتركت في إجتماع قمة العشرين في لندن و الذي تبني فيه المجتمعون خطة لإنعاش الإقتصاد العالمي تبلغ ٥

---

(1) - سمير شرقرق و آخرون ، إدارة أزمات سعر الصرف و نماذج تحليلها ، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الملتقي الدولي الرابع حول إدارة الأزمات في ظل إقتصاد المعرفة ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ ، سكيكدة ، ٢٦ - ٢٧ ماي ٢٠٠٨ ، ص.ص ، ٤٧٤ - ٤٧٥ .

(2) - هشام حنضل عبد الباقي ، الآثار الإقتصادية للأزمة المالية العالمية على إقتصادات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي ، مجلة النهضة ، المجلد الحادي عشر العدد الأول ، كلية الإقتصاد و العلوم السياسية جامعة القاهرة ، القاهرة ، يناير ٢٠١٠ ، ص ١١٠.

تريليون دولار ، من خلاله وضعت السعودية برنامجا لمدة خمس سنوات للإستثمار و التنمية في القطاع الحكومي و القطاع المالي الذي يعد أكبر البرامج من حيث حجم الإقتصاد وذلك بمبلغ ٤٠٠ مليار دولار ، ويمكن الإشارة أن خطة التحفيز السعودية تميزت عن غيرها من خطط التحفيز في مجموعة العشرين لأنها موجهة للمشاريع و ليس لمعالجة أوضاع البنوك و إعادة رسملتها و معالجة أصولها الخطيرة [1]. و قام عدد آخر من دول مجلس التعاون الخليجي بدعم الإنفاق على مشاريع البنية التحتية لتحفيز الطلب الكلي.

ثالثا . أساليب مواجهة تأثير الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على أسواق رأس مال إقتصادات (الأردن ، تونس ، سورية ، لبنان ، مصر ، المغرب ، موريطانيا) :

نظرا لتأثر النشاط الإقتصادي بدول هذه المجموعة بإنخفاض الطلب الخارجي ،فمن ناحية المبدأ يمكن زيادة الطلب إما بزيادة الإستثمار أو الإستهلاك أو الصادرات ، فحاولت سلطات هذه المجموعة بإتخاذ إجراءات سريعة لتيسير إدارة السياسة النقدية و زيادة الإنفاق العام من خلال برامج التحفيز الإقتصادي و تنشيط النمو لتجنب الركود الإقتصادي ، و يمكن تبيين ذلك في الجدول التالي :

---

(1). نفس المرجع السابق ، ص ١١١ .

جدول رقم:(١٥)

أهم الإجراءات المتخدة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية و الركود الإقتصادي العالمي

على المجموعة الثالثة

	مجال السياسة النقدية والاستقرار المصرفي والمالي			مجال المالية العامة		
	تخفيض أسعار الفائدة الأساسية (السياسة النقدية)	توفير السيولة النقدية	خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي	تأمين وضمان الودائع المصرفية	تنفيذ حزمة إجراءات شاملة لتحفيز النمو الاقتصادي	تنفيذ إجراءات مالية توسعية محدودة
الأردن	✓	✓	✓	✓		✓
تونس	✓	✓	✓	✓	✓	
سورية			✓			✓
لبنان		✓	✓			
مصر	✓			✓	✓	
المغرب	✓	✓	✓	✓		✓
موريتانيا			✓			

المصدر : صندوق النقد العربي و آخرون ، التقرير الإقتصادي العربي الموحد ، بدون دار نشر ، أبو ظبي، ٢٠١٠ ، ص ٢١٧ .

فيلاحظ في مجال السياسة النقدية قامت كل من مصر ، الأردن ، تونس و المغرب بتخفيض أسعار الفائدة للسياسة النقدية ، كما قام الأغلبية بخفض نسبة الإحتياطي الإلزامي و فتح تسهيلات جديدة للإقراض و توفير المزيد من السيولة للمصارف العاملة فيها و تقديم الضمانات للودائع المصرفية .

فكما أن هناك الإستثمار العام الذي يزاحم الإستثمار الخاص هناك الإستثمار العام الذي يحفز الإستثمار الخاص وهذا النوع الأخير من الإستثمار الذي تحتاجه معظم إقتصادات المجموعة ، بذلك في مجال السياسة المالية قامت السلطات في كل من مصر و تونس بتنفيد حزمة إجراءات شاملة لزيادة الإنفاق

العام و تحفيز النمو الإقتصادي ، إذ قام كل من الأردن وسورية و المغرب بزيادة الإنفاق العام على الإستثمار في عدد من المشاريع الإنمائية .

رابعا . أساليب مواجهة تأثير الأزمة المالية عام (٢٠٠٨) على أسواق رأس مال إقتصادات (الجزائر ، السودان ، ليبيا ، اليمن) :

نظرا لإنخفاض الطلب العالمي على النفط جراء الأزمة المالية العالمية ، إنخفضت الإيرادات النفطية بدول هته المجموعة ، إلا أنه بالنسبة للجزائر و ليبيا نظرا لتراكم الفوائض النفطية قبل بروز الأزمة المالية و النمو الملحوظ في نشاط القطاع غير النفطي ، إستطاعت أن تستمر في الإنقاق العام بمستويات عالية و ذلك في تطوير البنية التحتية .

إلا أنه تم إتخاد إجراءات إحترازية ، فمثلا قامت وزارة المالية الجزائرية بتشكيل لجنة لرصد أي ضرر محتمل قد يلحق بالإقتصاد جراء الأزمة ، و أعلنت الحكومة أن الجزائر قد تغير خططها الإقتصادية متوسطة الأجل إذا إستمر التراجع الحاد في أسعار النفط [1] .

أما بالنسبة للسودان و اليمن فقد أثر التراجع في الإيرادات النفطية سلبا على النشاط الإقتصادي غير النفطي ، فمثلا في السودان تراجع النشاط الإقتصادي غير النفطي بمعدل نمو بلغ ٨% خلال الفترة (٢٠٠٦ ـ ٢٠٠٨) إلى نحو ٣.٨% في عام ٢٠٠٩ [2]، لذلك عمدت السلطات بهما لتطبيق إجراءات للحد من الطلب على الإستيراد .

---

(1) ـ صندوق النقد العربي و آخرون ، آداء أسواق الأوراق المالية العربية ، النشرة الفصلية العدد التاسع و الخمسون ، الربع الثالث ، بدون دار نشر ، أبو ظبي ، ٢٠٠٩ ، ص ٦٨ .

(2) ـ صندوق النقد العربي و آخرون ، التقرير العربي الإقتصادي العربي الموحد ، المرجع السابق ، ص ٢١٢.

و يلاحظ بصورة عامة أن برامج الحوافز النقدية في الدول العربية لم تستهدف دعم جانب الموجودات عبر شراء المحافظ الإستثمارية التي تحتوي أصول رديئة ، كما أنها في الغالب لم تتضمن دعم جانب المطلوبات من خلال تعزيز الأصول المصرفية ، فنجد إلا قطر قد قامت ضمن الحالات القليلة بدعم جانب الموجودات في القطاع المصرفي ، بشراء أصول تالفة عن طريق سلطة الإستثمار القطرية بالشراكة مع وزارة المالية القطرية ، كما قامت نفس السلطة القطرية بشراء نسبة من الأسهم في القطاع المصرفي.

المبحث الثالث

أهم السياسات الإقتصادية للتحوط و وقاية الأسواق الناشئة لرأس المال من الأزمات المالية وتطبيقاتها على الإقتصادات العربية

أكدت العديد من الأزمات المالية السابقة خصوصا في أعقاب الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٥ أنه يجب الأخذ بإحتياطات هامة حتى يمكن للأسواق رأس المال تجنب تلك الأزمات ، خاصة فى ظل الاندماج المالي بين مختلف الأنظمة المالية العالمية ، فقد تم وضع عدة معايير لتدعيم النظام المالي العالمي لتجنب إحتمال وقوع أزمات مالية في الأسواق الناشئة و محاولة الحد من آثارها حالة حدوثها ، يمكن توضيح تلك الأساليب والسياسات كالآتي:

أولاً : تطبيق حوكمة الشركات سبيل لإنضباط أنشطة أسواق رأس المال :

تزايد الإهتمام بموضوع حوكمة الشركات خلال العقود القليلة الماضية خاصة في أعقاب الإنهيارات الإقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها العديد من الإقتصادات بجنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، كذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي مؤخرًا من انهيارات مالية ومحاسبية ، لعل من أبرزها أزمة شركتي إنرون Enron و وورلد كوم World com خلال سنة ٢٠٠١، هذا ما ترتب عليه حدوث خسائر لمساهمي هذه الشركات لكل أو معظم إستثماراتهم وآثار ذلك على الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية المتعاملة مع تلك الشركات من خسائر، نتج عن تلك الأحداث تأثر ثقة المستثمرين في أسواق المال مع حدوث هبوط حاد في آداء مؤشرات البورصات ، أدى اتساع حجم الشركات وإنفصال الملكية عن الإدارة إلى ضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين وو وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية.

١ - تعريف حوكمة الشركات : إرتبط مصطلح حوكمة الشركات بالعولمة المالية والأزمات المالية والإقتصادية ، أدى إلى تغيير إستراتيجية الإستثمار المتعارف عليها بإرتفاع العائد كلما زادت المخاطر، إلى إستراتيجية جديدة عرفت باسم (التوجه إلى الجودة Flight to quality) غالبًا ما إرتبطت الإستراتيجية الأولى بأزمات الأسواق الناشئة إلا أنها إرتبطت أيضًا في الآونة الأخيرة بأزمات الأسواق المتقدمة [1]. فمصطلح حوكمة الشركات أوجدته ظروف عدم إستقرار أسواق المال وأصبح الفاعلين فيها ـ خاصة مع تصاعد أحجام الخسائر وتكاليف عمليات التلاعب والغش ـ في حالة عدم التأكد ، إذ أن القوائم المالية لا تعبر عن واقع العديد من الشركات العالمية وتقارير مراقبي الحسابات غير دقيقة وبالتالي جاءت حوكمة الشركات من أجل ضبط هذه التلاعبات من أجل الحفاظ على مصطلح أطراف العملية الإقتصادية ، إذ أنه لا يوجد تعريف موحد لمفهوم حوكمة الشركات.

و التعريف الذي يستخدم فى الدراسة هو أن حوكمة الشركات هي جملة الإجراءات للمراجعة و التقييم السابق لنشاط الشركة و جملة الإجراءات كذلك للإستغلال الأمثل لموارد الشركة من أجل التوافق بين مصالح الأطراف المحيطة بالشركة و تعزى أهمية حوكمة الشركات إلى أن الأزمات المالية التي تعرضت لها بعض الشركات العالمية وصناديق التمويل ، وخصوصًا ما تعرضت له شركة الطاقة الأمريكية (Enron) و ضعف الرقابة على الأنشطة المالية هما الذى قادا إلى هذه الأزمة و تفسير ذلك هو أن هذه الشركة التي كانت إحدى المؤسسات الرئيسية التي تمد سوق مشتقات الطاقة بالسيولة ، من خلال

---

(1)- ماجدة شلبي، تطور آداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٩٢، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة ، السنة المأة أكتوبر ٢٠٠٨، ص ٣٨.

التداول خارج المقصورة لم تكن مطالبة من الناحية التشريعية بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بحدود الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بحدود المخاطر المصاحبة لعمليات التداول على المشتقات[1]. ولعله نفس السبب الذي أدى إلى أزمة(صندوق التمويل ITCM)، إذ أظهرت دراسة هدفت لمعرفة أسباب الأزمة التي تعرض لها هذا الصندوق ، إلى عدم خضوعه للوائح تنظيمية تجبر القائمين على الإدارة بالإفصاح والشفافية ، عن المعلومات المتعلقة بمخاطر التداول في الأسواق المالية [٢].

فحوكمة الشركات توفر الأساس لبيئة أعمال مستقرة وهي مهمة للأسواق المالية والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي ، بذلك توصلت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية سنة ١٩٩٩ إلى خمس أسس من مبادئ تقييم مستوى حوكمة الشركات كما هي موضحة في الشكل التالي :

---

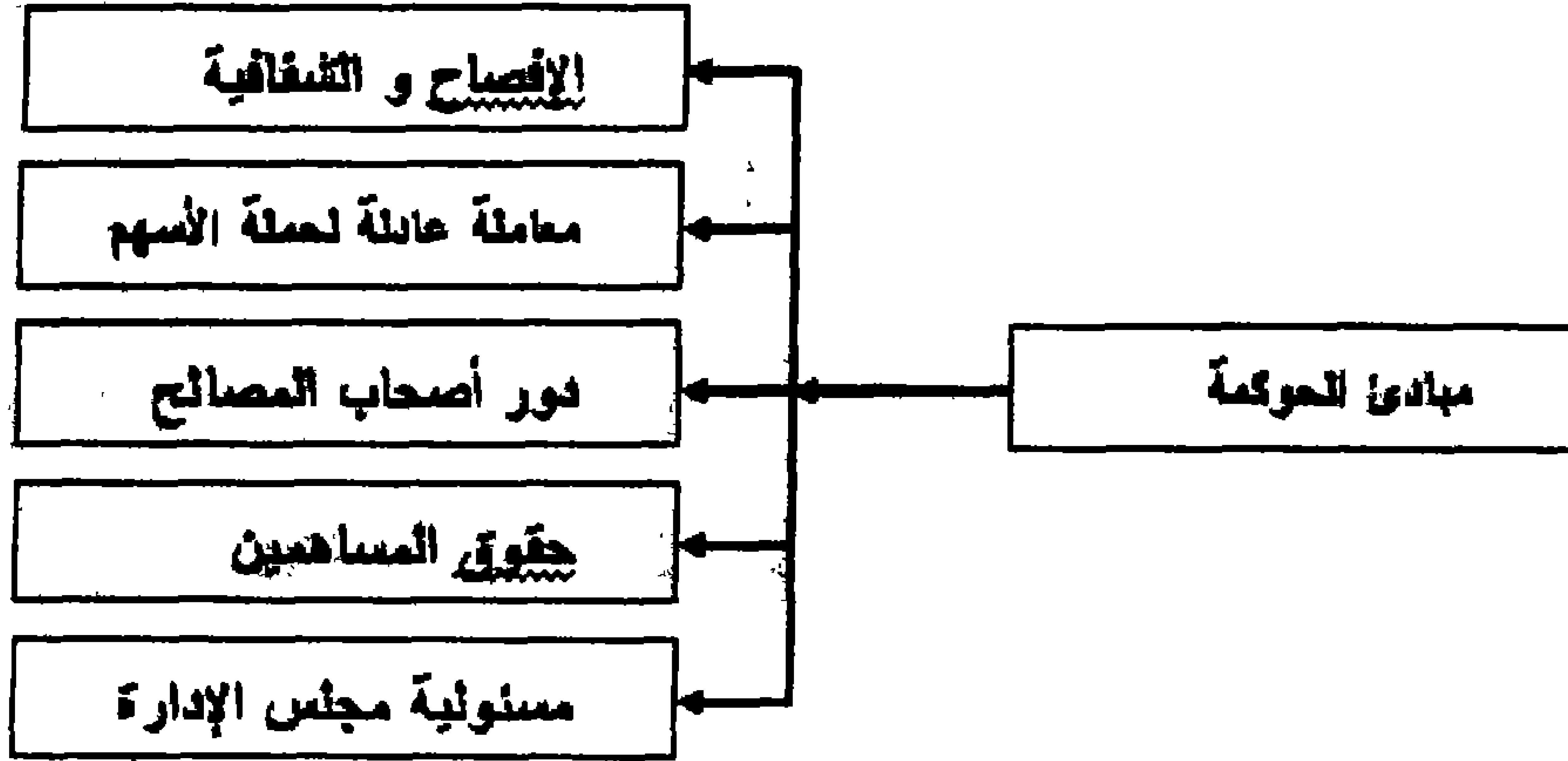
(1)- محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٩٤ ، الجمعية المصرية لفقتصاد السياسى و الإحصاء و التشريع ، السنة المأة أبريل ٢٠٠٩ ، ص ١٥٤.

(2)- نفس المرجع السابق ذكره، ص ١٥٧.

- فالأزمة المالية الأخيرة لسنة ٢٠٠٨ أبرزت أهمية إستقلال المراجعين في الولايات المتحدة الأمريكية وقد أوضحت القواعد الحديثة ضرورة عدم إستثمار المراجعين في الشركات التي يقومون بمراجعة حساباتها وقد أدركت الدول الصناعية ضرورة تقوية قواعد الحوكمة كأساس للمنافسة على الصعيد الدولي والمحلي .

الشكل رقم (١٩):

رسم توضيحي للمبادئ العامة لحوكمة الشركات



المصدر: ماجدة شلبي، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٩٢، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة، السنة المائة أكتوبر ٢٠٠٨، ص ٤١.

من خلال الشكل يمكن القول أن مبادئ حوكمة الشركات، هي أداة فعالة لإنضباط نشاط الشركة ، بما يحقق حقوق كل أطرافها و ينبغي الإشارة إلى مبدأ أساسي هو الإفصاح والشفافية فهذا المبدأ يعتبر الأهم عند إدراج الشركات في بورصات الأوراق المالية، حيث من خلاله يستطيع المستثمرين معرفة الوضع الحقيقي للشركة المدرجة في البورصة، كما أن مبدأ مسؤولية مجلس الإدارة يتم من خلاله ضبط الفساد داخل مجلس الإدارة للشركة.

يمكن أن نذكر بأن المبادئ المذكورة سلفًا لحوكمة الشركات ليست هي المبادئ الوحيدة فهناك عدة مبادئ أقرتها جهات عديدة مثل المباديء التي جاء بها معهد التمويل الدولي، مبادئ صادرة عن مركز الحوكمة التابع لجامعة (Kennesaw) ، الكود الموحد لحوكمة الشركات بالمملكة المتحدة الصادر عن مجلس إعداد التقارير المالية (FRC)، إلا أن كل تلك المبادئ تهدف لضبط الإجراءات الإدارية بما يخدم مصالح كل الفاعلين الإقتصاديين[١] .

فالتطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات المدرجة بالبورصة يؤدي لإدماج تلك الشركات بمؤشرات حوكمة الشركات ، هذه الشركات الملتزمة بمعايير الحوكمة (التي تقيس الإلتزام بالبنود القانونية المشددة) تحقق عوائد وقيم مرتفعة بالمقارنة بالشركات الأخرى ، لذلك حرصت عدد من المؤسسات المهتمة بأسواق المال بإطلاق مؤشرات الحوكمة [٢]. كما تجدر الإشارة إلى أهمية حوكمة الشركات وتطبيق مبادئها على شركات التنقيط الإئتماني (الجدارة الإئتمانية) ، التي طالها الفساد ولعبت دور مهم في التعجيل بالأزمات المالية سابقة الحدوث وساهمت في كثير من حالات التعثر المصرفي .

كما أثبتت نتائج دراسة تطبيقية (كاميليا عبد الحليم أحمد ، ٢٠٠٨)[٣] ،

---

(1)- لمزيد من التفصيل أنظر: عمرو نجيب عبد الحميد، دراسة تحليلية وميدانية للتأثير المتبادل بين المراجعة الداخلية وحوكمة الشركات، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة قسم المحاسبة جامعة القاهرة ، القاهرة ٢٠٠٩ ، ص.ص ، ٦٣- ٧٩.

(2)- نرمين نبيل أبو العطا، حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق ا لمال بمصر، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، القاهرة ٢٠٠٦، ص ٦٠.

(3)- كاميليا عبد الحليم أحمد ، دور الحوكمة في جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة " دراسة مقارنة " ، أطروحة دكتوراه الفلسفة في الإقتصاد غير منشورة ، كلية التجارة و إدارة الأعمال قسم الإقتصاد و التجارة الخارجية جامعة حلوان ، حلوان ،٢٠٠٨ ، ص ، ١٩٤ .

على الأهمية النسبية لمكونات الحوكمة و المتمثلة في كفاءة الإطار المؤسسي التشريعى و القضائى و القانونى، و الديمقراطية و ما يصاحبها من إستقرار سياسي ، و الممارسات المرتبطة بالفساد و أخيرا جودة اللوائح و التنظيمات ، في جذب الإستثمارات الأجنبية للحافظة ، حيث وجد أن الحوكمة تعد من أهم محددات جذب تلك الإستثمارات ، هذه الإستثمارات تساهم في تنمية أسواق رأس المال المحلية ومن تم رفع كفاءتها .

بناءا على ذلك قد سعت العديد من الهيئات الرقابية على مستوى أسواق المال لإلزام الشركات المدرجة بالتطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات ، هذا ما وجده الباحث على مستوى أسواق المال العربية مثلاً في السوق المصرية بعد سنة ٢٠٠٥[1]. وهو ما يمكن أن يفسر لنا تغير عدد الشركات المقيدة بالبورصة بالنقصان ، ذلك بسبب شطب هيئات الرقابة على أسواق رأس المال بعض الشركات لعدم إحترامها لتطبيق تلك المبادئ ، كما يؤكد الباحث على الدور الذي تلعبه في هذا الشأن كذلك صناديق الإستثمار وذلك بتمكين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ، فصناديق الإستثمار عبارة عن نوع من المستثمرين المؤسسين تلعب دور هام في الرقابة المباشرة على إستثماراتها في الشركات و ما تمارسه من ضغوط على الشركات لممارسة وتطبيق المبادئ السليمة لحوكمة الشركات هذا من أجل رفع قيم إستثماراتها.

أكدت نتائج دراسة تجريبية قدمها كل من (Vince Hooper, Ah Boon Sim , Asfandyar Uppal ، ٢٠٠٩)[2]. تختبر بواسطة إستخدام

(1)- لمزيد من التفصيل انظر: الهيئة العامة لسوق المال المصري ، قواعد حوكمة الشركات المصرية المسودة النهائية ، القاهرة ، أغسطس ٢٠٠٥ .

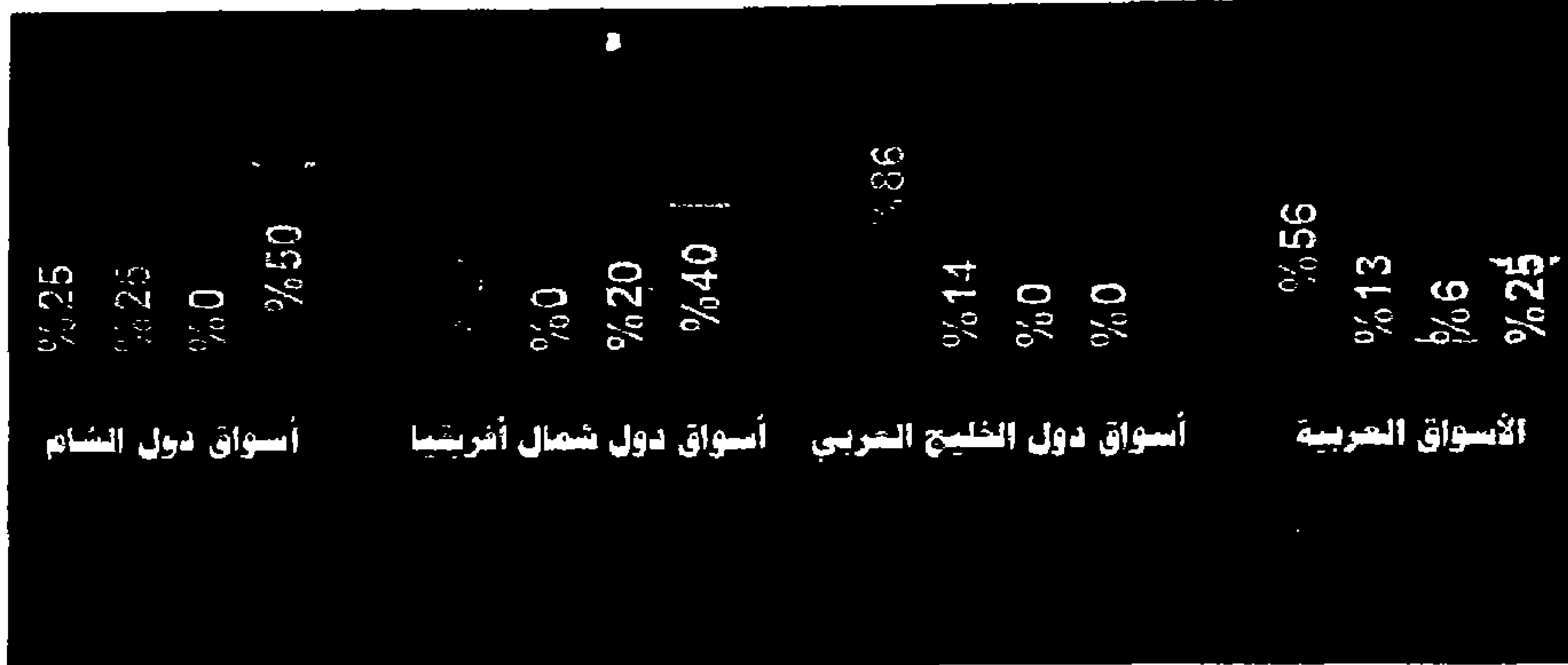
(2)- VINCE Hooper and AH Boon Sim and Asfandyar Uppal , **Governance and stock market performance** , journal of Economic Systems , School of Banking and Finance The University of New South Wales , Sydney, № 33, 2009, p-p , 93-115, available at : 09/04/2011www.elsevier.com/locate/ecosys .

نماذج العلاقة بين تسعير الأصول المالية بمختلف أسواق رأس المال ـ متقدمة منها و أخرى ناشئة ـ مع نوعية مؤشرات حوكمة المؤسسات العاملة بتلك الأسواق ، على وجود علاقة إرتباط قوية بين إنخفاض المخاطر بالأسواق التي تتسم البيئة المؤسسية العاملة بها بالتطبيق الجيد لمعايير حوكمة الشركات ، تنخفض تلك العلاقة كلما إنخفضت مؤشرات تطبيق معايير حوكمة الشركات العاملة بتلك الأسواق ، و تختلف هذه النتائج حسب مدى كفاءة كل سوق على حدى .

بالنسبة لأسواق المال العربية يمكن إيضاح مدى إلتزامها بتطبيق قواعد حوكمة الشركات من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم : (٢٠)

مدى إلزامية تطبيق قواعد حوكمة الشركات بأسواق المال العربية



المصدر : سليمان الشحومي ، أسواق المال العربية دراسة إستكشافية مقارنة ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر السنوي لإتحاد البورصات العربية ، إتحاد البورصات العربية ، بيروت ، ٢٥ ـ ٢٦ أكتوبر ٢٠١٠ ، ص ٢ ، متاح على الموقع :

18/04/2011 http://www.arabstockexchanges.org

فمن خلال الشكل الموضح أعلاه يلاحظ أن أسواق المال العربية تتباين فيما بينها من حيث مدى الإلتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات ، فأسواق إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي خطت خطوات معتبرة في هذا المجال ، أما باقي أسواق المال العربية لا تزال في مستويات محدودة بالرغم من أنها بدأت خطوات جادة لتطبيقها ، ويمكن القول بضرورة الإسراع لتطبيقها كي ترتفع من القدرة التنافسية لأسواق المال العربية لإستقطاب الإستثمارات الأجنبية و تطوير هذه الأسواق .

ثانيًا ـ الرقابة المالية الحذرة على تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل و الممارسات الخاطئة من جانب المستثمرين :

كشفت الأزمات المالية التي وقعت في أنحاء متفرقة من الإقتصادات

الناشئة عن المخاطر المصاحبة لحرية التدفقات الرأسمالية الدولية [1*]، ذلك بالرغم من وجود العديد من الفوائد جراء عمليات تحرير التدفقات من أجل زيادة فرص الوصول إلى الأسواق المالية العالمية ، من ثم تعميق وتوسيع نطاق الأسواق المالية المحلية.

غير أن تدفق رؤوس الأموال الدولية إذ لم يكن مصحوبًا بسياسات سليمة لإدارة المخاطر، يعرض الدول المتلقية لصدمات خارجية يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الإستقرار المالي، فمخاطر الإرتداد العكسي لرؤوس الأموال بصورة مفاجئة يؤثر بشكل كبير في حالة عدم إتباع سياسات اقتصادية كلية سليمة و وجود قطاع مالي هش ، فأسواق رأس المال سلاح ذو حدين إحدهما إيجابي لتسهيل انتقال رؤوس الأموال أما الآخر يمكن أن يلحق أفدح الأضرار بالتنمية عند حالات المضاربات وحركات رؤوس الأموال الساخنة ، إذ تم التأكيد على ذلك من خبرة اقتصادات النمور الأسيوية خلال الأزمة المالية التي لحقت بها(٢). ويرى أحد الإقتصاديين أنه ينبغي التعامل بحذر مع تدفقات رأس مال المحفظة لأسواق رأس المال المحلية ، ذلك لأن الإستثمار فيها يساهم في تضخم أسعار الأصول المالية وعدم إستقرار أسواق رأس المال (٣).

---

* - يجب الإشارة إلى أن حدت هذه المشكلة تكون أكثر بالنسبة للإقتصادات الناشئة و النامية ، بسبب عدم تطور نظمها المالية بالشكل الكافي ، بخلاف الإقتصادات المتقدمة فعند المقارنة بين الأزمات المالية التي حلت بالإقتصادات الناشئة خصوصا في عقد التسعينات من القرن الماضي مع الأزمة المالية العالمية التي حلت بالإقتصاد الأمريكي سنة ٢٠٠٧ ، نجد أن تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل لم تكن سبب رئيسي في الأزمة المالية العالمية بالإقتصاد الأمريكي ، لكن لعبت دورا كبيرا في الأزمات التي حلت بالإقتصادات الناشئة و النامية ، لكن تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل أثرت على إستقرار الأنظمة المالية بالإقتصادات الناشئة بعد الأزمة المالية العالمية ، لذلك نصح الخبراء الإقتصادات النامية بالإصلاح المالي و الإقتصادي قبل عملية التحرير المالي أي التحرير التدريجي .

(2) - محمد سيد أمبابي، الأزمة الاقتصادية للدول جنوب شرق آسيا وآثارها على مصر، مداخلة مقدمة بالمؤتمر السنوي الثالث لإدارة الأزمات والكوارث، وحدة بحوث الأزمات ، كلية التجارة جامعة عين شمس. القاهرة ٣، ٤ أكتوبر ١٩٩٨، ص ١٧.

(3) - طارق نوير، تأثير تعاملات الأجانب على آداء البورصة المصرية ، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية ، المجلد الحادي عشر،المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، يناير ٢٠٠٩ ، ص ١٢.

كما أبرزت الأزمات المالية السابقة أن الأسواق لا تصحح نفسها بنفسها إلا في حالة كون الإنحرافات بين العرض والطلب ضئيلة، أما عندما تكون تلك الانحرافات كبيرة فآليات السوق لا تستطيع أن تحدث التصحيح وبذلك إذا لم تتم الرقابة على مستواها فإنها تؤدي لأزمات مالية [1]. فمفهوم الرقابة المالية الحذرة على تدفقات رؤوس المال للحد من تقلباتها أصبح أمر هام في ظل تطوير الأدوات المالية و إبتكارات الهندسة المالية و إرتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية و نمو سوق المشتقات كما بينا ذلك سابقا بالإضافة للممارسات الخاطئة من قبل بعض المستثمرين المضرة بأسواق المال، فقد أكدت عدة تجارب على فاعلية تلك الرقابة في إمتصاص الأزمة المالية كما ساهمت مباشرة في تخفيض نسبة الديون قصيرة الأجل وبالتالي الحد من مشاكل عدم التوافق بين جانبي الأصول و الخصوم ، يتطلب ذلك ما يلي:

١ـ دراسة سلوك المستثمر الأجنبي داخل سوق رأس المال: فالإستثمار الأجنبي المباشر يؤثر على سوق الإصدار ذلك من خلال تأسيس شركات جديدة أو المساهمة في رأس أموال شركات قائمة أو الإستحواذ عليها، لكن البعض من المستثمرين الأجانب يقوم بتوجيه أموالهم للإستثمار في أسواق رأس المال بهدف الحصول على عوائد طويلة الأجل والبعض الآخر يقوم بتوجيه أمواله بهدف المضاربة والحصول على أرباح في مدى قصيرالأجل.

فصناديق الإستثمار الدولية تعتبر من أهم قنوات تدفقات الأموال للأسواق المالية وغالبًا ما تستثمر في الأسهم، إلا أن صناديق الإستثمار هذه يمكن أن تضر بكفاءة سوق رأس المال لقاء ممارستها لسلوكيات، تتمثل فيما يلي:

أ- المضاربات في البورصة **Speculation** : تشمل المضاربة التداول بهدف تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل ، هذه

---

(1) - محمد سي إمبابي، مرجع سبق ذكره ، ص ١٦.

الإستراتيجية غير مضرة بإستقرار أسواق رأس المال ، إنما محاولة تحقيق ربح إ ستثنائي عن طريق بعض السلوكيات المضرة بالبورصة و هي [1]:

ـ إستمرارية البيع والشراء على نفس الأسهم وبمعدل دوران كبير في وقت قصير حتى يحصل المضاربون على أعلى ربح وهذا يضر بباقي المتعاملين.

ـ تعمد التأثير على الأسعار بطرق غير مشروعة ، ذلك للحصول على ربح من تقلب الأسعار باستمرار.

ـ التواطؤ بين كبار المتعاملين للتحكم في الأسعار لصالحهم ، فبالرغم من الدورالمهم الذي يقوم به صانع السوق لإحداث توازن في سوق الأوراق المالية، إلا أن المضاربون والمتلاعبون يمكن أن يؤثرون على صانع السوق وذلك بالتحكم في السير الطبيعي للعروض والطلبات في السوق وأنهم يتصرفوا كما لو كانوا صانع السوق، من خلال إرسال عروض وطلبات للسوق في الوقت نفسه .

تؤدي هذه المعاملات لإرتفاع الأسعار والتي لا تعبر عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية، فيما يعرف بالفقاعة الناتجة عن المضاربة على إرتفاع الأسعار Speculative bubble ، وهذا الأمر أدى لإنهيار الأسواق كالذي حدث بسوق نيويورك في أكتوبر ١٩٨٧ .

إذ أن المضاربون عندما يجدون البيئة المناسبة للقيام بتلك المضاربات نتيجة للنظم المالية الهشة ، كحالة إقتصادات دول جنوب شرق آسيا قبل سنة

---

(1)- علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية للكتاب ، القاهرة ، ٢٠٠٧ ، ص- ص ، ٢٨٩-٢٩١.

١٩٩٧، فإن خطورة ذلك الوضع تتمثل في عاملين أساسيين هما [1]:

ـ **الأول** : تمويل تلك المضاربات يعتمد بشكل أساسي على القروض الأجنبية قصيرة الأجل.

ـ **الثاني** : عدم إرتباط ذلك بنشاط إنتاجي حقيقي ، فقد إرتبطت تلك المضاربات بالإستثمارات قصيرة الأجل في مجال الحافظة المالية ، وأثر ذلك على إرتفاع مبالغ فيه في أسعار الأسهم و السندات على نحو لايعكس القيمة الحقيقية لتلك الأصول ، و أدى ذلك لتدفق كميات هائلة من رؤوس الأموال الباحثة عن الربح السريع من خلال عمليات المضاربة وتحويل تلك الأرباح إلى الخارج مرة أخرى .

ب – **سلوك القطيع** : حيث تميل صناديق الإستثمار عالمية النشاط للخروج السريع من الأسواق بعد الإستفادة من موجات الصعود في الأسعار ومع بدء الإنخفاض تبدأ هذه الصناديق في البيع في موجات وفي اتجاه واحد مما يؤثر ذلك بالسلب على السوق وعلى أسعار الصرف بالشكل الذي يحدث إنهيارات ، حيث توصلت دراسة (طارق نوير ، ٢٠٠٩) [2] ، إلى أن تحرير التدفقات الرأسمالية في الحافظة يحسن من آداء أسواق المال النامية و يحفز النمو الطويل الأجل، كما أن تحرير الأسواق المالية أمام المستثمرين الأجانب يؤدي إلى تطوير أنظمة تعامل البورصات المحلية ، بالإضافة لتقدم أطرها التشريعية ، في حين يؤدي إلى زيادة درجة التقلبات في هذه البورصات، وتؤكد هذه الدراسة على أنه في الأجل الطويل و مع الإنفتاح على الأسواق العالمية لرؤوس

(1)- وليد محمد عبد القادر محمود الوكيل ، فاعلية السياسات النقدية في ظل تحرير التدفقات الرأس المالية الدولية ـ دراسة مقارنة بين الدول النامية بالتطبيق على الإقتصاد المصري ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة و إدارة الأعمال قسم الإقتصاد و التجارة الخارجية جامعة حلوان ، حلوان ، ٢٠٠٣ ، ص ١٦٠ .

(2)ـ طارق نوير، تأثير تعاملات الأجانب على آداء البورصة المصرية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٣ .

الأموال سوف تنخفض حدة هذه التقلبات ، فالتقلبات بعد عمليات التحرير تعد ظاهرة مؤقتة.

كما أوضحت دراسة أجريت على أداء البورصة الهندية [١]، أن المستثمرين الأجانب يعتمدون على إستراتيجيتين عند دخلوهم إلى البورصة هما:

ـ الإستراتيجية الأولى: تسمى إستراتيجية المتاجرة بالتغدية الراجحة الإيجابية (positive feed back trading) ، أي أن المستثمر الأجنبي يتخذ قرارات البيع والشراء في البورصة إستناداً إلى ملاحظته لتطور عوائد البورصة.

ـ الإستراتيجية الثانية : هي إستراتيجية القطيع (Herding) أي سلوك المستثمرين بنفس الطريقة.

٢ ـ مواجهة عدم إستقرار التدفقات المالية قصيرة الأجل للحد من تقلبات الأسواق : تبدو التدفقات قصيرة الأجل مسايرة لإتجاهاتها الدورية، أي تزيد عندما يكون النمو الإقتصادي أسرع دورياً و تنخفض عندما تتدهور معدلات النمو، فهناك دلائل على وجود علاقة غير خطية بين تصور الدائنين للمخاطر وبين الصدمات الإقتصادية في الدول النامية ، هذه العلاقة تكمن في الأساس للمرونة الإيجابية للديون قصيرة الأجل تجاه الصدمات السلبية، وتتزايد المخاطر المتصورة أثناء صدمة سلبية [٢].إذ وجد أثناء الأزمة المالية الآسيوية أن أغلبية تدفقات رأس المال الخاص تجاه الإقتصادات الناشئة سنة ١٩٩٧ قبل حدوث الأزمة فكان ٤٣.٥ ، ٠.٨ ، -٠.٨ ، - ٦.٩ ، ١.١ ،

---

(1) ـ نفس المرجع السابق ، ص١٤.

(2) ـ يوري دادوشي دياك ديليب راتا، دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة ، مجلة التمويل الدولية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر ، ٢٠٠٠، ص٥٧.

٣.٤ ، ٢٤.١ (مليار دولار) في كل من جميع الدول النامية ، إقتصادات شرق آسيا و المحيط الهادي ، كوريا ، تايلندا أندونيسيا ، ماليزيا ، أمريكا الآتينية و الكاريبي على التوالي ، إنعكست تلك التدفقات لخارجها سنة ١٩٩٨ وكانت -٨.٥ ، - ٦٨ ، ٢٦.٩ ، - ١٥.١ ، ١١.٨ ،- ٥.٣ ، - ٥.٧ مليار على التوالي[1].

فالديون قصيرة الأجل هي الأكثر عرضة للسحب أوقات الأزمات ، فالإندفاع نحو بيع الأسهم والسندات أثناء الأزمات المالية يكبد البائعين خسارة كما يساهم ذلك في زيادة عدم إستقرار الأسواق المالية ، ذلك للإرتفاع المخاطر وبذلك تعاني تلك الأسواق شح في السيولة فهذا بدوره يؤثر على كفاءة تلك الأسواق ، حيث أن الممارسات الخاطئة من جانب المستثمرين الأجانب وحرية دخولهم و خروجهم يؤدي لزيادة سلوكهم المضاربي للإستفادة من تغيرات الأسعار السريعة ، فقد أوصت إحدى الدراسات (طارق نوير، ٢٠٠٩)[2]. على وجوب تطوير نظم معلومات كفوءة لرصد حركة دخول وخروج إستثمارات الحافظة و مدة مكوث و تحويل الأموال الناجمة عن تعاملات الأجانب ، وضرورة إعداد قائمة بالمضاربين و المقامرين منهم وإلزام البنوك التجارية بإطار تنظيمي دقيق لتسجيل الإستثمارات في الحافظة و إبلاغ البنك المركزي بها بصفة دورية .

و نظرا لأنه توجد بعض الآثار الإيجابية لدخول المستثمرين الأجانب إلى البورصة ، خاصة فيما يتعلق بزيادة العوائد والسيولة بها ، و يقابل ذلك وجود بعض الآثار السلبية المتمثلة في مسئولية تعاملات الأجانب ، خاصة

---

(1) - **FMI , statistiques financiers internationals** , finances et développement , Washington ، December 2000 , p 5٦ .

(2) – طارق نوير ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٥.

مبيعاتهم من الأسهم إلى حد ما عن تقلبات السوق المحلية، كما أظهرت الدراسة أن هناك آثار تغذية مرتدة (Feed Back Effects) بالنسبة لطبيعة العلاقة بين تعاملات الأجانب وتعاملات المقيمين حيث أن كل منهما يؤثر على الآخر ولذلك لابد من ضرورة تطوير نظام معلومات لتتبع حركة دخول وخروج إستمثارات الحافظات، وفترة مكوث وتحويل الأموال الناجمة عن تعاملات الأجانب، كما يجب إعداد قائمة بالمضاربين والمقامرين منهم ، من ثم لابد على البنوك التجارية أن تضع سجل دقيق لتسجيل الإستمثارات في الحافظة وإبلاغ البنك المركزي بها بصفة دورية(1) .

و من الحلول المحتملة لمشكلة عدم إستقرار تدفقات الإئتمان الدولي، وضع قيود تعمل بكفاءة على عرقلة الأشكال غير المنشودة من التدفقات الرأسمالية الدولية ، فقد إستطاعت بعض الإقتصادات أن تحقق نتائج جيدة أبان الأزمة الأسيوية مثل الهند والصين، التي لديها قيود أشد على حركة رأس المال وكانت أقل إرتباطا نسبيا بأسواق الإئتمان الدولية، فيمكن الحد من المخاطر أو الضرر المحتمل من عدم إستقرار التدفقات الرأسمالية الإقتصادية للإقتصادات تود أن تشارك في أسواق المال العالمية على نطاق واسع بشكل أقل مخاطرة ذلك بإستخدام وسائل للتحكم في التدفقات الرأسمالية لحماية الإستقرار المالي والنقدي، من خلال وضع وسائل مباشرة تتمثل في قيود على التعامل والتأثير في حجم التدفقات، أو من خلال وسائل غير مباشرة تتمثل في جعل التدفق أكثر تكلفة والتمييز بين الأنواع المختلفة من المعاملات المالية(2) . أو بالأحرى يوجد

---

(1) – نتيجة مقابلة شخصية للباحث مع أحد الإطارات العاملة بالهيئة العامة لسوق رأس المال المصرية ، بتاريخ ٢٣/ ٣/ ٢٠٠٨.

(2) - سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق راس المال المصري في ظل عولمة الأسواق الصاعدة، مرجع سابق ذكره، ص ٣٥٩.

إختلاف للآلية تطبيق القيود أو نوع القيود المفروضة ما بين إقتصاد وآخر؛ ففي حين لجأت إقتصادات إلى قيود سعرية ـ فرض ضريبة على تدفقات رؤوس الأموال ـ لجأت إقتصادات أخرى إلى قيود كمية لتدفقات رؤوس الأموال[1].

إلا أنه يمكن الإشارة لإختلاف الأهداف الإقتصادية للقيود السعرية من دولة لأخرى، فحين كانت أهدافها في بعض الدول هو تقييد تدفقات رؤوس الأموال للداخل كانت أهدافها في دول أخرى هو تقييد التدفقات نحو الخارج ، كما إختلفت كثافة تلك القيود من دولة لأخرى و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي الذي يبين قيمة الضريبة السعرية المفروضة.

(1) – هبه عبد المنعم علي، فاعلية القيود على انتقالات رؤوس الأموال الأجنبية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ـ ص ٠

جدول رقم : (١٦)

قيمة الضريبة المفروضة على إنتقالات رؤوس الأموال في بعض الدول التي طبقت سياسة القيود السعرية

الدولة	قيمة الضريبة السعرية المفروضة
شيلي	٢٠ – ٣٠٪
ماليزيا	١٠ – ٣٠٪
الولايات المتحدة	١.٠٥ – ١٥٪
إسبانيا	١٠٠٪

ـ الضريبة تفرض على قيمة الأرباح المتعلقة بالمعاملات الرأسمالية التي تم تقيددها.

المصدر: هبه عبد المنعم علي، فاعلية القيود على إنتقالات رؤوس الأموال الأجنبية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ١٣٠.

أما بالنسبة لطريقة تطبيق سياسة القيود السعرية، كانت متشابهة في أغلب الأحيان حيث يقوم البنك المركزي، بفرض وديعة غير مستحقة لفائدة ، توضع لأجال محدودة بالبنك المركزي تناسب قيمتها عكسياً مع آجال التدفقات، فكلما زادت فترة مكوث التدفقات بالداخل إنخفضت تلك الضريبة المفروضة والعكس، حيث تهدف هذه السياسة لتغيير هيكل تدفقات رؤوس الأموال لصالح التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل .

إذ نجد دولا تلجأ إلى القيود الكمية لتدفقات رؤوس الأموال، تختلف هذه القيود في درجة كثافتها ما بين قيود المنع النهائي (حظر تدفقات رؤوس

الأموال المرتبطة ببعض المعاملات الرأسمالية نهائياً) وقيود المنع المرحلي (حظر تدفقات رؤوس الأموال المرتبطة ببعض المعاملات الرأسمالية لفترات محددة أو بصفة مؤقتة) ، وقيود المنع الجزئي (السماح بتنفيذ المعاملات الرأسمالية المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في حدود معينة)، ويمكن تبين ذلك في الجدول التالي:

جدول رقم :(١٧)

أنواع القيود الكمية المفروضة على إنتقالات رؤوس الأموال في الدول التي طبقت سياسة القيود الكمية

القيود	سياسة تطبيق القيود
- قيود المنع النهائي	- منع المستثمرين الأجانب التعامل في أسواق المال المحلية سواء فيها يتعلق بالأسهم أو السندات. - منع المقيمين من شيء الأوراق المالية الصادرة بالعملة الأجنبية بالخارج. - منع المقيمين الأفراد أو الشركات من التعامل في أية أشكال للمديونية أو الرهونات أو تغطية المخاطر. - منع بيع أي من أدوات أسواق النقد التي تقل آجالها عن سنة من المقيمين إلى غير المقيمين بالأسواق العالمية.

سياسة تطبيق القيود	القيود
- منع جميع العمليات المالية المتعلقة بالمضاربة على العملة المحلية بالخارج عن طريق منع البنوك من الدخول في أي من تلك العمليات مع أي من المؤسسات غير البنكية في الخارج بغية تحجيم أسواق العقود والخيارات الآجلة على العملة بأسواق النقد. - إقتصار حق إصدار سندات بالخارج على بعض المؤسسات المالية فقط، بعد حصولها على موافقة مسبقة من الحكومة.	
- منع تحويلات العاملين الأجانب المقيمين لمدد محددة. - تحديد حد زمني أقصى لعودة رؤوس الأموال المحلية إلى السوق المحلية. - إلزام غير المقيمين بتسييل العديد من الإصدارات المالية قصيرة الأجل. - تحديد حد زمني أقصى لتحويل أرباح الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الخارج.	- قيود المنع المرحلي
- تقييد تعاملات المستثمرين والشركات المحلية و صناديق الإستثمار في الأصول بالعملات الأجنبية. - تقييد حرية البنوك في التعامل بالنقد الأجنبي.	- قيود المنع الجزئي

سياسة تطبيق القيود	القيود
- وضع حدود قصوى على خصوم البنوك المحلية الممنوحة من غير المقيمين فيها عدا التسهيلات الإئتمانية وعمليات الإستثمار الأجنبي المباشر. - تقييد التحالفات المالية بين البنوك والمؤسسات المالية في الداخل والخارج. - إشتراط موافقة الدولة على أوجه للإقتراض المصرفي تزيد قيمتها على سقف محدد. - تقييد التحويلات الخاصة بغير المقيمن وعمليات الإئتمان بالعملة المحلية بين المقيمين وغير المقيمين. - منع تقديم قروض متوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين والمؤسسات الأجنبية إلا بإذن مسبق من الحكومة. - تقييد حرية شركات التأمين في تراكم الأصول بالعملات الأجنبية. - فرض شروطا تنظيمية على أسواق المال المحلية لتنظيم تعاملات الأجانب ، وتقييد تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية غير الرسمية أو السوق الموازية. - إلزام المستثمرين بالحصول على موافقة مسبقة	

القيود	سياسة تطبيق القيود
	على كافة أشكال إنتقالات رؤوس الأموال الأجنبية المباشرة. - إلزام المستثمرين بتسجيل الاستثمارات الأجنبية لدى بعض الإدارات الحكومية للحصول على إذن بالتعامل بالنقد الأجنبي مع الدول المصدرة لرأس المال. - فرض قيود على تحويل أرباح الإستثمارات الأجنبية المباشرة من العملة الأجنبية إلى العملة المحلية.

المصدر: هبه عبد المنعم علي، فاعلية القيود على انتقالات رؤوس الأموال الأجنبية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، القاهرة، ٢٠٠٦، ص-ص ، ١١٤ - ١١٥.

إلا أنه يجب الإشارة لضرورة مراجعة دورية من قبل السلطات النقدية حول واقعية المعاملات الرأسمالية وعدم تعارضها مع سياسة القيود ذلك بتكليف البنوك المحلية بالإحتفاظ بسجلات خاصة للعملاء تغطي قيم المعاملات الرأسمالية ونوعيتها وتاريخ دخولها ومدة بقائها في البلاد ، وحول مدى فاعلية تلك القيود في تحقيق أهدافها، تباينت نتائج تطبيق سياسة القيود ما بين دولة وأخرى ، حيث كانت تلك القيود فعالة لدول مثل شيلي والصين، بينما لم تحقق أهدافها في الولايات المتحدة الأمريكية، كما أن القيود بشكل جزئي نجحت في تحقيق أهدافها في كل من ماليزيا واليابان ، وعلى العموم إختلفت نتائج تطبيق القيود على الصعيد الزمني، فقد سجلت القيود نجاحاً في الأجل

القصير بينما كانت غير ذلك بسبب نجاح الفاعلين الإقتصاديين في التحايل على القيود، إذ يلخص الجدول رقم (١) المتضمن بالملاحق التجارب الدولية في تطبيق سياسة القيود، ذلك فيما يتعلق بنوعها وآليه تطبيقها وتقيمها إلا أنه كانت أثار سلبية مترتبة على تطبيق سياسة القيود تمثلت فيهما يلي:

- تأثر الجدارة الإئتمانية للدولة سلبا بتلك القيود وتراجع ثقة المستثمرين الأجانب.

- تحايل الفاعلين الإقتصادين على تلك القيود ومنه إنخفاض مدى فاعليتها.

- تأثر أسواق المال المحلية سلبا ذلك لعدم وجود أدوات مالية لتغطية المخطار المترتبة على التعاملات بالنقد الأجنبي.

- إرتفاع تكلفة التمويل بالسوق المحلية.

فالتجارب تشير إلى ضرورة وجود مجموعة من المحددات في سبيل نجاح سياسة القيود تتضمن ما يلي(١):

- تركيز الدولة على فرض سياسة القيود بشكل مؤقت فقط ذلك بهدف توفير الوقت الآزم لتنفيذ الإصلاحات الإقتصادية الآزمة للوصول للتوازن الاقتصادي.

- التحرير التدريجي للقيود وفق متطلبات النمو الاقتصادي وتعزيز الإنظباط للمعاملات بالأسواق المالية.

- إصلاح القطاع المالي والمصرفي سبيل للمساعدة على تطبيق سياسة

---

(1) – NARENDRA Jadhav , **capital account liberalization : the Indian experience** , working paper Presented at A Tale of Two Giants : India's and China's Experience with Reform and Growth , New Delhi , November 2003 , p 43.

القيود.

- ضرورة رقابة صارمة ومتابعة من قبل السلطة النقدية لتحاورات المعاملات الرأسمالية وتطبيق القيود بانتظام.

- ضرورة وجود قدر من الإحتياطات الأجنبية يمكن من خلالها الحفاظ على أهداف سياسة القيود وسعر الصرف .

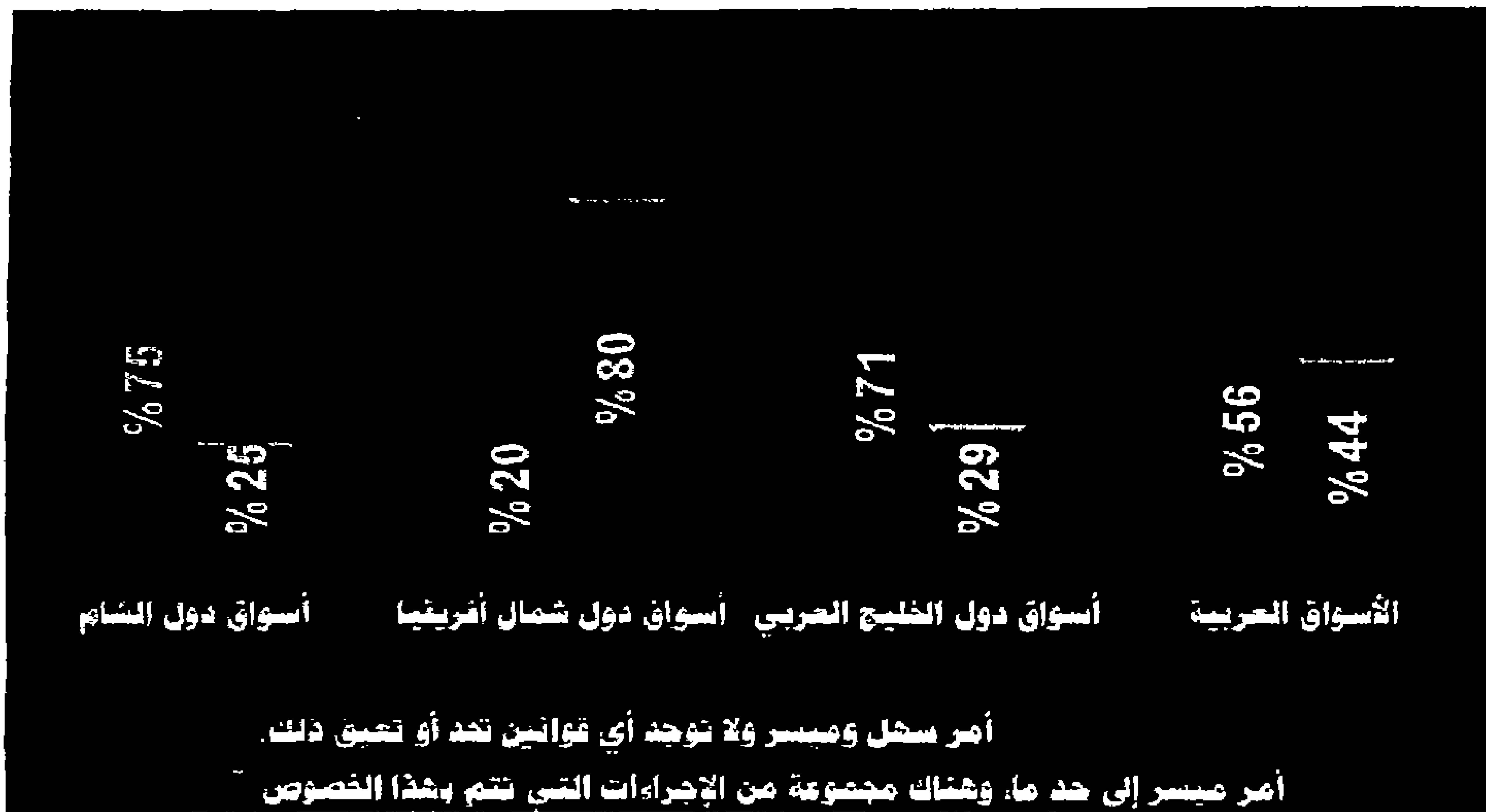
يمكن التأكيد على نجاعة الرقابة المالية الحدرة على تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل والممارسات الخاطئة من جانب المستثمرين خاصة الأجانب منهم ، هذا من أجل الوقاية من الأزمات المالية ، فقد أسهمت فروع المصارف الشاملة أبان أزمة الرهون العقارية بأسواق إقتصادات الدول الناشئة في إمتداد الشح في السيولة إلى الأسواق المحلية لهذه الدول ، ذلك بسحب أموالها المودعة لدى فروعها في الخارج و نقلها إلى مقرها الرئيسي ، فقد أسهم الخروج المفاجيء لرأس المال من أسواق دول أوروبا الشرقية ، في زعزعة إستقرار النظام المالي لعدد من تلك الدول مثل كازاخستان ، غير أن خبرة الإقتصادات الناشئة لدول امريكا الآتينية و جنوب شرق آسيا في تأثيرات الأزمة عليها لم تشهد خروج حاشد لرأس مال المصارف المالية الشاملة ، العاملة في أسواقها المحلية أبان الأزمة ، حيث تشير بعض تقارير البنك الدولي إلى أن السبب في ذلك ، يرجع لكون البنوك الشاملة العاملة في أسواق الإقتصادات الناشئة في أمريكا الآتينية و جنوب شرق آسيا تخضع لقيود محلية عديدة ، مثل القيود على الصرف و إلزام تلك البنوك بالإقراض بالعملة المحلية ، بالتالي يصعب على البنوك الشاملة المتواجدة في أسواق تلك الإقتصادات الناشئة

سهولة تحويل رأس المال إلى مقرها الرئيسي بعد نشوب الأزمة [1]. ومن تم تبرز أهمية الرقابة المالية على التدفقات المالية .

فهذا النظام مطبق لدى العديد من أسواق رأس المال العربية في حدود ضيقة للغاية على العموم حيث يمكن توضيح مدى سهولة تدفق المستثمر الأجنبي من و إلى أسواق المال العربية في الشكل التالي:

الشكل رقم :(٢١)

سهولة دخول و خروج المستثمر الأجنبي من و إلى أسواق المال العربية



المصدر : سليمان الشحومي ، أسواق المال العربية دراسة إستكشافية مقارنة ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر السنوي لإتحاد البورصات العربية ، إتحاد البورصات العربية ، بيروت ، ٢٥ ـــ ٢٦ أكتوبر ٢٠١٠ ، ص ١٦ ، متاح على :

2011 / 04 / 02 http://www.arabstockexchanges.org

---

(1) ـ جمال الدين رزوق ، الأزمة المالية العالمية و قنوات تأثيرها على إقتصادات الدول العربية ، دراسات إقتصادية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، ٢٠١١ ، ص ـ ص ، ٤ ـ ٥ .

فمن خلال الشكل أعلاه يتبين أن أسواق المال العربية تتباين فيما بينها حول قضية ظبط الرقابة على تدفقات الإستثمار الأجنبي إليها ، و على العموم لا تزال في حدود متوسطة ، إذ نجد أن كل من أسواق المال العربية في كل من أسواق المال لإقتصادات الشام العربي و إقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي لها تقريبا تحرير تام على العموم لتلك التدفقات ، و أن أسواق المال في إقتصادات شمال إفريقيا لا زالت متحفظة تجاه قضية التحرير لتلك التدفقات .

فتطبيقه في الفترة القصيرة يؤدي إلى إنخفاض في أسعار الأسهم نتيجة لخروج بعض المتعاملين الأجانب ، أو عدم إقدام البعض منهم على الدخول مجددا غير أن أصحاب هذا السلوك هم من المقامرين الذين يلحقون الضرر بالإقتصاد أكثر من إفادته و خروجهم من السوق سوف يؤدي إلى تحقيق إستقرار أكبر في سوق رأس المال المحلية ، فهذه المزايا تفوق كثيرا الخسائر التي يمكن أن تحدث في الفترة القصيرة التي تعقب فرض الضريبة [1]. هذا ما إتبعته بعض الهيئات الرقابية لدى أسواق رأس المال العربية ، كالهيئة العامة لسوق رأس المال المصرية من فترة قريبة بسبب آثار عدم الإستقرار السياسي المصري على عدم إستقرار سوق رأس المال المصري [2]، وهي تتمثل في قيود من نوع القيود السعرية و القيود الكمية .

ثالثا. تكامل أسواق رأس المال العربية و تعزيز الإستثمار المتبادل فيما بينها :

إذ أن الأزمة المالية التي حلت سواءا بإقتصادات الأسواق الناشئة أو بإقتصادات الأسواق المتقدمة و إمتدت تداعياتها إلى بعض الإقتصادات التي تترابط معها بواسطة قنوات إنتقال لتلك التداعيات ، دفعت الباحثين ومتخذى

---

(1) - سلطان أبو علي ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٢.

(2) - نتيجة مقابلة شخصية للباحث بأحد الإطارات العاملة بهيئة سوق رأس المال المصرية ، بتاريخ : ٢٣/٠٤/٢٠١١.

القرار لدراسة المستوى الأمثل للإنفتاح المالي بالنسبة للإقتصادات الناشئة ، فالإنفتاح المالي يصاحبه إرتفاع في تذبذب الإستهلاك على عكس الأفكار السائدة التي تتضمن أن الفرص الأفضل تتحقق من خلال التكامل المالي فتطور القطاع المالي المحلي يعد أمرا هاما ذلك نظرا لأن درجة كبيرة من تطور القطاع المالي يصاحبه تذبذب ضئيل للإقتصاد الكلي، فيعتقد أن تعزيز التكامل المالي إقليمياً ما بين الاقتصادات العربية ، يعد آلية فعالة لتطويق تعرضها للصدمات الخارجية ، كما يعد وسيلة لتحسين فرص تخفيف حدة التقلبات الداخلية ، فضلاً عن التكامل المالي الدولي.

فنمو التكامل في أسواق الأوراق المالية هو إحدى سمات العولمة ، إذ يعني تكامل البورصات أن المستثمرين يستطيعون بيع وشراء الأسهم في كل سوق ، بدون قيود كما يمكن للأوراق المالية أن تصدر و تتداول في كل أسواق الإقليم ، وهذا له مزايا عديدة بالنسبة لأسواق رأس المال العربية يمكن رصدها كما يلي[1]:

ـ سوق أكبر و أكثر كفاءة و هو ما يؤدي إلى سهولة عملية تعبئة رأس المال في السوق الأولي و سيولة و عمق السوق الثانوي .

ـ فرصة أكبر للقطاع الخاص للحصول على رأس المال من سوق إقليمي و بتكلفة منخفضة .

ـ فرصة كبر لتدفق الإستثمارات الأجنبية في المحفظة .

ـ يتم الإتاحة للشركات الكبرى أن تسجل في سوق إقليمي و هو ما يؤدي إلى زيادة حجم رسملة السوق و مساواته مع باقي الأسواق المتقدمة .

ـ يؤدي إلى جذب المستثمر المؤسسي الذي يعمل على حفظ توازن

---

(1) – نجوى عبد الله سمك ، أسواق المال العربية و تحديات المرحلة المقبلة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٤٦ .

السوق و إستقراره ، نظرا لطبيعة الإستثمار طويل الأجل لهذا النوع من المستثمرين .

ـ تحسن مستوى شركات الوساطة المالية و بصفة خاصة صناع السوق و شركات التقييم الإئتماني كنتيجة لتحقيق إقتصاديات النطاق ، و مشاركة التكلفة بين الأسواق ، وهو ما يؤدي إلى تخفيض تكلفة التعامل .

بالإضافة لذلك يمكن القول أن تكامل أسواق رأس المال العربية فيما بينها من شأنه أن يعزز وقايتها من عدم الإستقرار المالي الذي قد تعاني منه باقي أسواق رأس المال غير العربية خصوصا بالإقتصادات التي تتميز بقنوات إرتباط عالية بالإقتصادات العربية ، إلا أنه توجد ظوابط من شأنها تعزيز ورفع مزاياه ، مثلا لابد من تطبيق نظم الرقابة الذاتية على أسواق رأس المال العربية (self Regulatory Organization) ، فالهيئات ذاتية التنظيم و الإدارة هي تنظيم يشمل مجموعة من الأعضاء في سوق الأوراق المالية لديه السلطة في تنظيم النشاط المهني لأعضاء هذه الصناعة بحيث يكون لديهم الحافز لمراقبة بعضهم البعض لتحقيق هذف كفاءة السوق ، يمكن أن يتحقق ذلك من خلال وضع القواعد و القوانين المنظمة للتعامل في الأوراق المالية لأعضائها ، كما تشمل مسؤوليات التنظيم الذاتي تنظيم التعاملات في السوق من حيث إجراءات القيد و التعامل ، مراقبة السوق ، قواعد التداول ، المقاصة ، التسوية و الإفصاح .

فقد خلصت دراسة (حسين على احمد و زياد جواد الفيصل ، ٢٠٠٣)[1]، إلى أن عملية تطوير الأسواق المالية العربية ، تعد عملية صعبة ، إذ تكتنفها

---

(1) – حسين على احمد و زياد جواد الفيصل ، الآفاق المستقبلية لتطوير أسواق المال في الوطن العربي ، مجلة آفاق إقتصادية ، المجلد ٢٤ العدد ٩٦ ، إتحاد غرف التجارة و الصناعة في دولة الإمارات العربية ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٣ ، ص ٥٦ .

مجموعة من الصعوبات التي من شأنها عرقلة الجهود المبذولة من الحكومات العربية من إصلاح الخلل في آداء الأسواق المالية ، سواء في جانب توسيع حجم هذه الأسواق وجعلها أكثر إستقطابا للمدخرات الخاصة ، أو من جانب آداء عملها الذي لم يرق إلى الطموحات المرجوة فيها ، فقد بدلت الحكومات العربية منذ أوائل العقد الماضي جهود و إستمرت هذه الجهود من أجل أن يكون بمقدور الأسواق المالية العربية أن توسع من حجم نشاطها و تصبح قادرة بشكل أهم على مواجهة المتغيرات الإقتصادية العالمية ، الذي كان من أبرز التحديات التي تواجه أسواق المال العربية . فقد تمكنت البورصات العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون و التكامل فيما بينها و ذلك من خلال عقد الإتفاقيات الثنائية و الثلاثية ، و تهذف هذه الإتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين البورصات العربية فيما يتعلق بإصدار و تداول الأوراق المالية و تنظيم و تسهيل آليات عمليات التسوية و المقاصة و تبادل المعلومات ، كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق و تحفيز عمليات الإدراج المشترك [1]، و من أجل تعزيز الإتجاه التكاملي بين أسواق الأوراق المالية العربية بالعمل على تهيئة الظروف المناسبة للإرتقاء بإتفاقيات الإدراج المتبادل من و ضعها الثنائى و الثلاثى إلى وضع جماعي ، وهذا يتطلب إيجاد درجة عالية من التنسيق بين المعايير المحاسبية المختلفة و النظم التشريعية و بصورة خاصة التنسيق فى مجال المقاصة و التسويات .

فتكامل أسواق رأس المال العربية و تعزيز الإستثمار المتبادل فيما بينها ، هدف سعت لتحقيقه المنظمات الإقليمية العربية المخولة لها بذلك و المتمثلة أساسا في إتحاد البورصات العربية و صندوق النقد العربي ذلك بالتنسيق و

---

(1) – اللجنة الفنية لمجلس محافظي المصارف المركزية العربية ، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، يونيو ٢٠٠٣ ، ص - ص ، ١٩ - ٢٠ .

التعاون مع مختلف الهيئات العربية من أجل تدليل جل معوقات و صعوبات تحقيق ذلك الهدف ، ذلك ضمن إطار الإستفادة من إتفاقية الجاتس GATS التي منحت التحرير الإقليمي للخدمات حين تضمنت مواد خاصة بالإتفاقية تقضي السماح بتكوين إتفاقيات إقليمية لتحرير التجارة في الخدمات على أسس تفضيلية شريطة أن تكون القطاعات واسعة و تزال منها كل أشكال التمييز بين الأطراف و الإلتزام بتعميم أي إتفاقيات تفضيلية في الخدمات أمام الأطراف غير الأعضاء ، وعدم مطالبة أي عضو يكون طرفا في أي إتفاقية إقليمية بتعويض عن الفوائد التجارية التي قد يحصل عليها عضو آخر في الإتفاقية ، و قد جرى إدماج تجارة الخدمات في منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى [1].

فضمن الإصلاحات التى عمدت على تطبيقها مختلف الهيئات العربية المسؤولة على تطوير و تنمية أسواق المال العربية ، تعزيز الإستثمار المتبادل العربي كالتى عملت على تطبيقه الأجهزة الإماراتية حيث عدلت قوانينها بحيث تسمح للأجانب بتملك أسهمها ، وفي الوقت نفسه تم إدراج مشترك لأسهم شركات في عدد من البورصات الغربية بحيث تتماشى مع التوقيع على إتفاقية البورصة العربية لتداول الأموال في خطوة من شأنها دعم التعاون الإقتصادي العربي و تسهيل إنتقال رؤوس الأموال العربية هذا كمثال على المجهودات العربية القطرية ، أما على مستوى العمل العربي المشترك ففى سبيل تعزيز الإستثمار العربي المتبادل تم في أعمال اللجنة الفنية المكلفة من قبل مجلس إتحاد البورصات العربية المنعقد في شهر أفريل ٢٠١٠ بالعاصمة الليبية طرابلس لإعداد تصور أولي لربط التسويات و الحفظ العربية من الناحية الفنية مع إعداد

---

(1) – محمد النسور ، تحرير تجارة خدمات الأسواق المالية في إطار الجاتس و أثرها على آداء أسواق المال العربية ، مجلة الوحدة الإقتصادية العربية ، العدد السادس و الثلاثون السنة العشرون ، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية ، ديسمبر ٢٠٠٨ ، ص ٢١ .

مشروع إتفاقية تمثل لبنة أولى تمكن الجهات العربية ذات العلاقة من الإنخراط في منظومة ربط التسويات و الحفظ العربية و تم التأكيد أن هذا الربط يكون على سبيل المبادرة الفردية و مدى حاجة و واقع كل سوق [1].

رابعا. رفع مستوى السيولة من النقد الأجنبي :

منذ إنهيار نظام بريتون وودز عام ١٩٧٣. تم التفعيل بتعويم العملات الرئيسية وأقترن ذلك بزيادة تدفقات رأس المال على المستوى الدولي ، وأعتقد حينها أن ينخفض الطلب على الإحتياطات من النقد الأجنبي إلا أن الواقع الإقتصادي أكد العكس تماما ، فقد إرتفع الطلب عليها منذ ذلك الحين بصفة مستمرة في مختلف الأقاليم الإقتصادية في العالم ، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي الذي يبين تطورات إحتياطات النقد الأجنبي بمختلف الأقاليم الإقتصادية في العالم في الفترة (١٩٧٣-٢٠٠١) ذلك كما يلي:

---

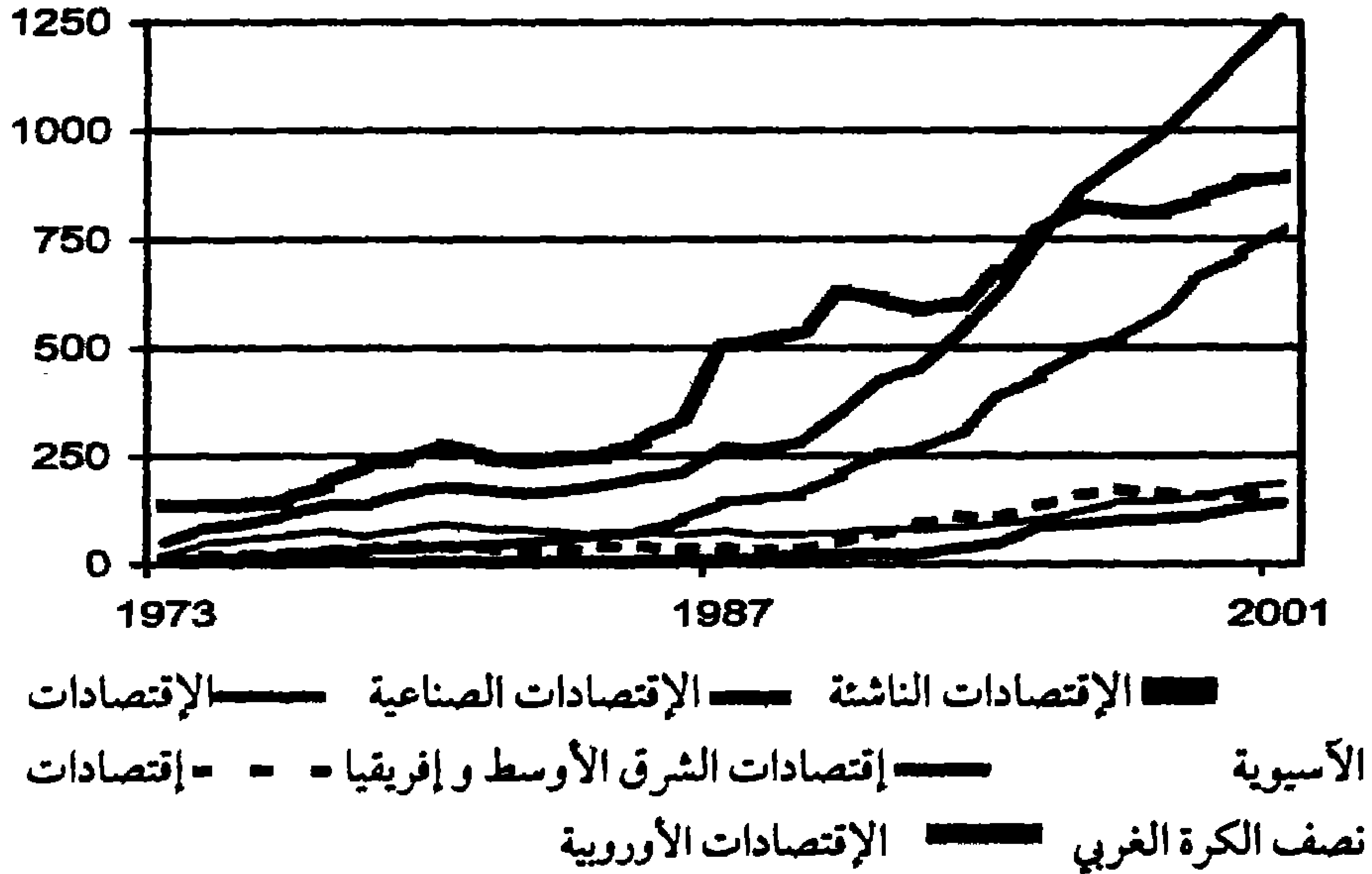
(1) – أحمد المدواج ، إمكانية ربط التسويات و الحفظ العربية النواحي الأولية الفنية و القانونية ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر السنوي لإتحاد البورصات العربية ، إتحاد البورصات العربية ، بيروت ، ٢٥ ـ ٢٦ أكتوبر ٢٠١٠ ، ص ٢ ، متاح على : http://www.arabstockexchanges.org 06/03/2011

شكل رقم:(٢٢)

رسم توضيحي لتطورات الطلب على إحتياطات النقد الأجنبي على مستوى العالم في الفترة (١٩٧٣ـ٢٠٠١)

)

بالبليو ن دولار)



Source: RONALD U. Mendoza , **International reserve-holding in the developing world: self insurance in a crisis-prone era?** , *Emerging Markets Review №5 (2004),* p 62 , availaibl at :22/02/2011 www.sciencedirect.com

من خلال الشكل يلاحظ :

ـ تطور الإحتياطات من النقد الأجنبي في كل من الإقتصاديات الناشئة ، الصناعية و الآسيوية ، بصفة سريعة ولمستويات مرتفعة حتى تجاوزت ٧٥٠ بليون دولار.

ـ تطور الإحتياطات من النقد الأجنبي في كل من إقتصادات الشرق

الأوسط ، نصف الكرة الغربي و الأوربية ، كانت بصفة تدريجية وفي مستويات ضعيفة قاربت ١٨٠ بليون دولار .

وحسب تقرير فريق الأمم المتحدة المكلف بتمويل التنمية ، أنه بعد الأزمة المالية الآسيوية لجأت العديد من الإقتصادات لرفع مستوى كفاية الإحتياطي من النقد الأجنبي لتزيد في إقتصادات الأسواق الناشئة حتى سنة ٢٠٠١ بنسبة ٦٠٪ مقارنة بنظيرتها سنة ١٩٩٧[١] . ذلك لتغطية الديون قصيرة الأجل والواردات ، فقد وجد الباحثون أن نقص الإحتياطات من النقد الأجنبي يسهم بشكل كبير في الأزمات المالية خاصة أزمات العملة التي تؤدي لباقي الأنواع من الأزمات المالية الأخرى ، فهي تحدث بوقوع هجمات مضاربة على قيمة العملة المحلية و سعياً من السلطات النقدية للدفاع عن قيمتها يتم إنفاق قدر كبير من إحتياطات النقد الأجنبي ، أو يتحتم عليها تخفيض قيمتها إن لم يحدث إنهيار تام لقيمتها[٢] .

١- **مبررات الإحتفاظ بإحتياطات النقد الأجنبي:** يمكن توضيح المعالم المبررة لإحتفاظ السلطة النقدية بإحتياطات من النقد الأجنبي فيما يلي :

أ – المبررات الإقتصادية الكلية والجزئية للإحتفاظ باحتياطات النقد الأجنبي [٣]:

. النظرية النقدية و الكينزية و إحتياطات النقد الأجنبي : بعض الأعمال السابقة التي تناولت الموضوع من منظور الإقتصاد الكلي، فقد إستند (جونسون ، ١٩٦٥) على الأساس النقدي والكنيزي في التحليل و وجد أن

---

(1) - RONALD V. Mendoza, **International reserve-holding in the developing world : self insurance in a crisis-prone era?** , *Emerging Markets Review* № 5 *(2004)*, p 63 , availaibl at :19/02/2011 www.sciencedirect.com .

(2) – عربي مدبولي احمد، التنبؤ بأزمات العملة في دول الأسواق الصاعدة وسياسات تجنبها. دراسة تطبيقية مع إشارة خاصة لاقتصاد المصري ، أطروحة دكتوراه غير منشورة كلية التجارة وإدارة الأعمال . قسم الإقتصاد و التجارة الخارجية جامعة حلوان . حلوان ،٢٠٠٧ ، ص١٨ .

(3) - RONALD V. Mendoza , op - cit , p - p , 63 - 66 .

تراكم الإحتياطي يحدث عند الطلب الزائد على العملة المحلية ، و ينخفض تراكم الإحتياطي عند إرتفاع الطلب على العملة الأجنبية (تحويل العملة المحلية لأجنبية من أجل تسديد مستحقات أجنبية) ، بذلك يزيد الضغط على العملة المحلية وينبغي في هذا الحال إتباع إستراتيجية للحد من النفقات الأجنبية لإستعادة توازن ميزان المدفوعات نهج جونسون هذا عرف بالنظرية النقدية الدولية ، ومنه يزيد الطلب على إحتياطات النقد الأجنبي منع نمو التجارة الخارجية العالمية ، و تحديد كفاية الإحتياطات من النقد الأجنبي بناءاً على الحساب الجاري في ذلك الوقت ، فقد ناقش (Machlup ـ1966، Hiler.1968) أن تقلبات التجارة الخارجية تعتبر متغير مفسر بنسبة عالية لتحديد كفاية الإحتياطي من النقد الأجنبي.

بعض الأعمال تناولت الموضوع من زاوية الإقتصادي الجزئي ، حيث إستند (1969 ، RIVERA) على نظرية الطلب على النقود كمخزن للقيمة ، أي أن طلب أي دولة على الإحتياطات من النقد الأجنبي لا يختلف عن معاملات الأفراد في الطلب على النقود ، إلا انه حسب أعمال (, 1952 Bruml's) فإن الطلب على النقود إحتياطات النقد الأجنبي، في معاملات التجارة الخارجية غير مرن تماماً ، و هذا يعني ضرورة وجود إحتياطي من النقد الأجنبي نتيجة المعاملات في التجارة الخارجية .

- مشكلة مراقبة الإحتياطي من النقد الأجنبي : بناءا علي نظرية الطلب الكلي والجزئي علي إحتياطات النقد الأجنبي وجد (1947، Traffi) أن الإحتياطات من النقد الأجنبي أفضل إحتياطي كمخزن للقيمة في المعاملات الدولية ، إذ يري أنها تتراكم في أوقات الوفرة وتنكمش في أوقات الندرة ، بذلك تظهر مشكلة مراقبة الطلب علي إحتياطات النقد الأجنبي ومن ثم يتم تبرير وجود إحتياطي من النقد الأجنبي ، HELLER إختبر العلاقة بين الطلب علي إحتياطات النقد الأجنبي ودرجة التوجه نحو الإستيراد ويعني هذا

الإتجاه للطلب علي الإحتياطات من النقد الأجنبي و بذلك لابد أن الميل الحدي للإستيراد يساوي الميل الحدي للطلب علي إحتياطات النقد الأجنبي إلا ان الميل للإستيراد يعكس الإنفتاح ومن ثم تعرض الإقتصاد المحلي للصدمات الخارجية ، بذلك لابد من إحتياطات من النقد الأجنبي كإجراء وقائي وهذا يعني وجود علاقة طردية بين الميل الحدي للإستيراد و الميل الحدي للطلب على الإحتياطيات من النقد الأجنبي ، بناء علي نتائج (HELLER 1966.) طور (1981, JAVONEUIC Frenkel) نموذج لتقدير المستوى الأمثل لإحتياطات النقد الأجنبي وتطورها ، ذلك عن طريق دراسة تجريبية أجريت علي ٢٢ دولة (معظمها صناعية) في الفترة (١٩٧١-١٩٩٧) ، بناء علي نتائج دراسة (1981, JAVONEUIC Frenkel) جاء كل من (2002, Malien Fperd) بدراسة ربطت بين كل من الإحتياطات من النقد الأجنبي والأزمات المالية و التحليل التجريبي أكد علي أن زيادة التقلبات في الأسواق المالية يحتم زيادة الإحتياطات من النقد الأجنبي وإن هذه التقلبات تفسير بنسبة (١٠ ـ ١٥)٪ تغيرات كفاية الإحتياطي من النقد الأجنبي.

ب ـ الإحتياطات من النقد الأجنبي كتأمين ذاتي ضد المخاطر :

نظرية الطلب علي الإحتياطات من النقد الأجنبي ، ترتكز علي نظرية التحوط ضد المخاطر، ذلك بهدف تحقيق التوازن بين تكلفة الفرصة البديلة لإستثمار تلك الإحتياطات والفائدة من تلك الإحتياطات ، المتمثلة في التأمين الذاتي تجاه المخاطر ، كمخاطر الكوارث الطبيعية و المخاطر الناتجة عن تغيرات شروط التبادل التجاري بالإضافة إلي المخاطر الناتجة عن تداول الأدوات المالية في الأسواق المالية .

٢ ـ الإحتفاظ بإحتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل :

فالرؤية التقليدية في تحديد مدى كفاية الإحتياطات من النقد الأجنبي لا

تتناسب في ظل تحرير عمليات حساب رأس المال خاصة عند إتساع التعامل بأدوات المشتقات المالية عالية المخاطر ، بمجرد تدهور أسواق رأس المال الدولية و الخروج المفاجئ للديون قصيرة الأجل او جراء نقص الجدارة الإئتمانية للاقتصاد المحلي بسبب الخوف من المخاطر [1] ، إذ يمكن التأكيد على هذه القضية التى فسرت الأزمات المالية بإقتصادات الأسواق الناشئة بنسب عالية .

٣- **وضع خطوط إئتمان للطوارئ** : نظراً لإرتفاع تكلفة الإحتفاظ باحتياطي من النقد الأجنبي ، فإن تجربة خطوط إئتمان للطوارئ من أهم الأساليب التي تساعد للحد من تلك التكاليف ، يتمثل ذلك الأسلوب في إتفاق بين دولة ما والمقترضين الدوليين يتعهد فيه المقرض الدولي بأن يقرض الدولة صاحبة الإتفاق (أو أي مقرضين محددين وليكن مجموعة من البنوك داخل الدولة) بمبلغ متفق عليه مسبقاً في حالة حدوث ظروف طارئة ويتم التعاقد على سعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت ، و يتعهد صاحب الحق في الإقتراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الإقتراض في الظروف الطارئة وهي أقل من ١٪ من المبلغ المتفق عليه [2]. و من الأساليب التي إنتهجها صندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا ، هو تأسيس آلية لتمويل الطوارئ من شأنها توفير المساعدة المالية بصورة أسرع في حالة مواجهة أي من الدول الأعضاء أزمة مالية .

كما عزز صندوق النقد الدولي أدواته المخصصة للوقاية من الأزمات

---

(1) - CHISTIAN Mulder , **detecter les facteurs de vulnerabilite financiere pour prevenir les crises,** fonds monetaire international , finance et development , december 2002 , p 08.

(2) – نجوى عبد الله سمك، أسواق المال العربية وتحديات المرحلة المقبلة، مرجع سبق ذكره، ص ١٥١ .

المالية ، فقد قرر زيادة الإئتمان الذي يقدمه (خط الإئتمان المرن FCL) من حيث الحجم والمدة ، وإنشاء (خط إئتمان وقائي PCL) جديد لمساعدة البلدان التي تطبق سياسات سليمة ولكنها قد لا تستوفي الشروط عالية المستوى التي تحقق لها الأهلية لإستخدام خط الإئتمان المرن ، وتأتي هذه الإصلاحات في الوقت التي أدرجت فيه مجموعة العشرين تعزيز شبكة الأمان المالي العالمية ، وقد حسن صندوق النقد الدولي للإطار الإقراض من موارده و يمكن توضيح ذلك فيما يلي [1]:

- مضاعفة مدة الخط الإئتماني (يمكن حالياً الموافقة على عقد إتفاقات للإستخدام خط الإئتمان المرن لمدة سنة ، أو لمدة عامين مع إجراء مراجعة دورية لمدى إستيفاء شروط الأهلية بعد عام ، مقارنة بالمدة السابقة التي كانت إما ستة أشهر أو عام مع إجراء مراجعة دورية بعد ستة أشهر).

- إلغاء الحد الأقصى الضمني لإستخدام موارد الخط الإنتمائي وقدره ١٠٠٠٪ من حصة البلد العضو في الصندوق ، على أن تستند قرارات إستخدام هذه الموارد إلى إحتياجات التمويل في كل بلد.

- تعزيز الإجراءات ذات الصلة عن طريق اشتراط مشاركة المجلس التنفيذي مبكرا في تقدير المستوى النموذجي لإستخدام الموارد وتأثير هذا الإستخدام على وضع السيولة في الصندوق.

أما بالنسبة لخط الإئتمان الوقائي الجديد فهو متاح لمجموعة أكبر من البلدان الأعضاء مقارنة بالبلدان المؤهلة للإستفادة من خط الإئتمان المرن ، فيما

(1) – صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي يعزز أدواته المخصصة للوقاية من الأزمات، إدارة العلاقات الخارجية، بيان صحفي رقم ٣٢١/ ١٥، واشنطن، ٢٠٠٨ ، ص ١.

يلي يمكن عرض بعض مميزات "خط الإئتمان الوقائي"[1]:

- شروط لاحقة مبسطة تستهدف في الحد من مواطن الضعف الإقتصادي التي تتحدد في سياق إجراءات الأهلية ، مع رصد التقدم المحرز من خلال مراجعات نصف سنوية للبرنامج.

- تركيز صرف الموارد في بداية المدة ، مع إتاحة ما يصل إلى ٥٠٠ ٪ من حصة العضوية عند الموافقة على عقد الإتفاق و ما يصل إلى ١٠٠٠٪ منها بعد ١٢ شهراً.

إذ يمكن الإشارة أن من بين مميزات هذا الأسلوب ، هو أن تكلفة إستخدام الإئتمان تعد أقل من تكلفة الإحتفاظ بالإحتياطات من النقد الأجنبي كبيرة، هذا وأن الدولة تستطيع الحصول على قروض بسعر فائدة منخفض جداً عما يمكن لها أن تقترض به أثناء وقوع الأزمة وشح في السيولة .

---

(1) - International Monetary Fund, **the flexible credit line - guidance on operational issue** , the strategy policy review department , Washington , November 2009 , pp , 2 4 , available at :
23/02/2011http: / /WWW.IMF.ORG /EXTERNAL / NP /ENG / 2009 /110209.PDF

خلاصة الفصل الثاني :

يمكن القول أن أسواق رأس المال العربية لا تزال كبقية أسواق رأس المال للإقتصادات الناشئة ، تعانى من عدة مشاكل تتلخص في الأساس في عدم كفاءة أغلبية أسواق رأس المال العربية و عدم إستقرارها ، إلا أنه يجب الإشارة أن أسواق رأس المال العربية قد حققت تقدماً ملحوظاً في تطوير أسواق رأس مالها وهذا للمجهودات الجبارة المبدولة من قبل الجهات المعنية سواء على المستوى القطري أو في إطار العمل العربي المشترك .

كما يمكن القول أن أسواق رأس المال العربية تختلف فيما بينها تجاه إنتقال تداعيات الأزمات المالية التي تقع بأسواق رأس المال غير العربية ، ذلك بإختلاف قنوات إرتباط أسواق رأس مالها مع الإقتصادات التى تعاني أنضمتها المالية من عدم الإستقرار المالي ، و حسب درجة تقدم الإقتصادات العربية تجاه قضية تحرير أسواق رأس مالها ، فنجد أن غالبية الإقصادات الخليجية تعاني بشكل كبير من إنتقال تداعيات الأزمات المالية التي تحل بالإقتصادات غير العربية ، و أن تكاليف مواجهتها لتلك التداعيات كبيرة جدا تؤثر على المردودية الإقتصادية لمواردها النفطية ، في حين نجد بعض الإقتصادات العربية تتأثر بشكل بسيط من تداعيات تلك الأزمات المالية ، إذ تختلف منهجية و آلية مواجهة تلك التداعيات من قبل الإقتصادات العربية ذلك حسب إمكاناتها الإقتصادية القطرية ، إذ أن الخبرة العربية لمواجهة تداعيات الأزمات المالية في إطار العمل العربي المشترك لا تزال محدودة للغاية .

الفصل الثالث

فاعلية نظم الإنذار المبكر بحدوث الأزمات المالية عموما و فى أسواق رأس المال العربية خصوصا

تمهيد :

تم الإهتمام بقضية الإنذار المبكر من قبل عديد الدول النامية والمتقدمة على حد السواء، لذلك قامت منظمات وجهات بحثية بتطوير عدد من النماذج الرياضية بغرض التنبؤ بمؤشرات حدوث الأزمات المالية، ذلك من أجل التجنب من تلك الأزمات أو الإستعداد لها ، ففي هذه الجزئية يحاول الباحث تسليط الضوء على ماهية نظم الإنذار المبكر، التي تعتبر آلية مهمة في القيام بدور أثناء سيرورة إدارة الأزمات المالية ، ففي هذا الفصل يحاول الباحث معرفة الجوانب المختلفة لنظم الإنذار المبكر من ماهيتها و آلية عملها ، و مختلف المناهج المستخدمة للتنبؤ المبكر بالأزمات المالية ، كما يحاول الباحث شرح مختلف التجارب الدولية التي أستخدمت في سبيل الإنذار المبكر بالأزمات المالية و معرفة مدى فعالية هذه التجارب في تحقيق أهدافها ، ليحاول الباحث إختبار مدى فعالية منهج مقترح للإنذار المبكر بالأزمات المالية بأسواق رأس المال العربية ، و من أجل هذا تطرق الباحث لدراسة العناصر التالية كمايلي :

- **المبحث الأول :** أهمية و مناهج نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية .
- **المبحث الثاني :** أهم التجارب الدولية لنظم الإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال .
- **المبحث الثالث :** محاولة إختبار مدى فعالية المنهج المقترح للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية .

المبحث الأول

أهمية و مناهج الإنذار المبكر بالأزمات المالية

حفزت الأزمات المالية التي حدثت مؤخرًا العديد من الباحثين والمهتمين إلى دراسة العوامل المسببة لحدوثها و مظاهرها و ما إذا كان بالإمكان الكشف عن عدد من الإجراءات و السياسات الوقائية للحيلولة دون وقوع الأزمات المالية أو التخفيف من حدتها و إذا كان من الصعب بل من المستحيل التنبؤ بميعاد وقوع الأزمات المالية فذلك لايمنع من محاولة بناء و تطوير أنظمة الإنذار المبكر التى يمكن بواسطتها تتبع تغيرات وسلوك عدد من المتغيرات المنتقاه و إرسال إشارات مهمة عن إحتمال حدوث الأزمات المالية خلال فترة زمنية مستقبلية .

أولاً- ماهية نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية و دورها في إدارة الأزمات المالية :

١- ماهية نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية: قدم الباحثون عدة تعاريف لنظم الإنذار المبكر ، فوفقا لباحثين إثنين المتخصصين فى إدارة الأزمات (محمد رشاد الحملاوى و السيد محمود سماحة) تعريفا لنظم الإنذار المبكر بأنها : " آلية الغرض منها إكتشاف إشارات الإنذار تجاه ظاهرة ما و هي عملية تقوم على رصد وتسجيل وتحليل الإشارات التي تنبئ عن قرب حدوث أزمة ، إلا أنه يجب التفرقة بين الإشارات التي تشير إلى قرب وقوع الأزمة وبعض الضوضاء الناتجة عن المشكلات اليومية بقطاع الأعمال" (١) .

بينما يرى إثنان آخران Rania Almashat and AMIN Mati بأن نظم الإنذار المبكر هي: " عبارة عن تصاميم وأدوات أو أساليب تعطي إشارات باحتمال حدوث خلل ما و يمكن من خلالها التعرف على أبعاد الموقف

---

(1) – نقلا عن محمد رشاد الحملاوي والسيد محمود سماحة ، إدارة الأزمات ، كلية التجارة جامعة عين شمس، القاهرة، ٢٠٠٢، ص ١٣١.

قبل تدهوره وتحوله إلى أزمة تمثل مصدرًا للخطر على البورصة "(١).

كما يرى كلاً من (GIORGIO and ALESSIO Ciarlone، Trebeschi 2005) بأن نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية هي: "عبارة عن نماذج تستطيع أن تميز إن كان هناك ضعف وتحدد نقاط الضعف التي تظهر في النظام المالي، ذلك من خلال إرسالها لإشارات مناسبة وصحيحة تعد إنذارًا لبداية أزمة مالية "(٢).

و من خلال التعريفات سابقة الذكر لنظم الإنذار المبكر ، يتبين أنها متباينة من طبيعتها (آلية ، أساليب، تصاميم ، أدوات أو نماذج) ، كما إتفقت كلها على أن الغرض من نظم الإنذار المبكر هو رصد عدد إشارات تنبئ بحدوث خلل ما ، و يرى الباحث بأن نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية ، هي عبارة عن آلية تعمل على ترقب تغيرات مؤشرات بحدوث أزمة مالية ، إذ ترسل نظم الإنذار المبكر إشارات عند قيم معينة لتلك المؤشرات و أن نتائج أنظمة الإنذار المبكر يمكن أن تكون وفق أربع إحتمالات وهي كما يلي(٣):

---

(1)–RANIA Almashat and AMIN Mati , **currency crisis in Middle East and North Africa region: What are the Early warning Cignals?** , conference on rising to the challenge internatirnal Gisis and Economic Management in Egypt, Center for Economic and Financial research and studies, Faculty of Economics and Political Science, Cairo university , in collaboration with united states agency for internatirnal development (USAID) , Cairo, 2004, p. 78.

(2) -ALESSIO Ciarlone and GIORGIO Trebeschi , **designing an Early warning system for debt crises** , Emerging markets review , No :6 , 2005, p 376 available at: 22/03/2011www.sciencadirect.com.

(3) -LUCIAALESSI and CARSTEN Detken , **«Real time» Early warning indicators for costly asset price Boom . Bust Cycles arole for Global liquidity**, European Central Bank , Working Paper Series No:39, Frankfurt , March 2009, p.p، 10-12 available at: 22/03/2011www.sciencadirect.com.

ـ **التوفيق:** حيث يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة و تقع الأزمة.

ـ **الفشل:** حيث لا يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة وتقع الأزمة.

ـ **الإنذار الكاذب:** إذ يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة، فيعتقد أن هناك أزمة وشيكة الوقوع ، بينما لا تقع الأزمة أصلاً.

ـ **الرفض الصحيح:** حيث لا يتم إكتشاف إشارات بوقوعه الأزمة ولا تقع الأزمة بالفعل.

يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي الذي يوضح مصفوفة إشارات الإنذار المبكر وذلك كما يلي:

شكل رقم : (٢٣)

رسم توضيحي لمصفوفة إشارات الإنذار المبكر

لايتم حدوث الأزمة خلال الفترة القادمة	حدوث الأزمة خلال الفترة القادمة	
الإندار الكا دب	التوفيق	توجد إشارات الإندار
الرفض الصريح	الفشل	لا توجد إشارات الإندار

Source: MATTHIEU Bussiere and MARCEL Fratzscher , **TOWARDS A NEW EARLY WARNING SYSTEM OF FINANCIAL CRISES** , E U R O P E A N C E N T R A L B A N K WORKING PAPER № 145, Frankfurt ,MAY 2002 ,p 14 available at : 18/06/2010http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp145.pdf

و يمكن تقييم الإمكانات المتاحة لإكتشاف إشارات الإنذار بقرب وقوع الأزمات من خلال(1):

ـ الصدق: ويقيس قدرة نظام الإنذار المبكر على إكتشاف إشارات الإنذار، ونقل هذه الإشارات دون تحريف فيمكن معرفة مدى الصدق بإطلاق

---

(1)- محمد رشاد الحملاوي، إدارة الأزمات تجارب محلية وعالمية، الطبعة الثانية، بدون دار نشر، القاهرة، ١٩٩٥، ص ٩٤.

إشارة إنذار والتعرف على درجة وضوح معنى هذه الإشارة لدى الجهات التي تتلقى هته الإشارات.

- **الثبات**: ويقيس عدد الحالات التي يتم فيها إكتشاف إشارات الإنذار بوقوع الأزمة وفهمها.

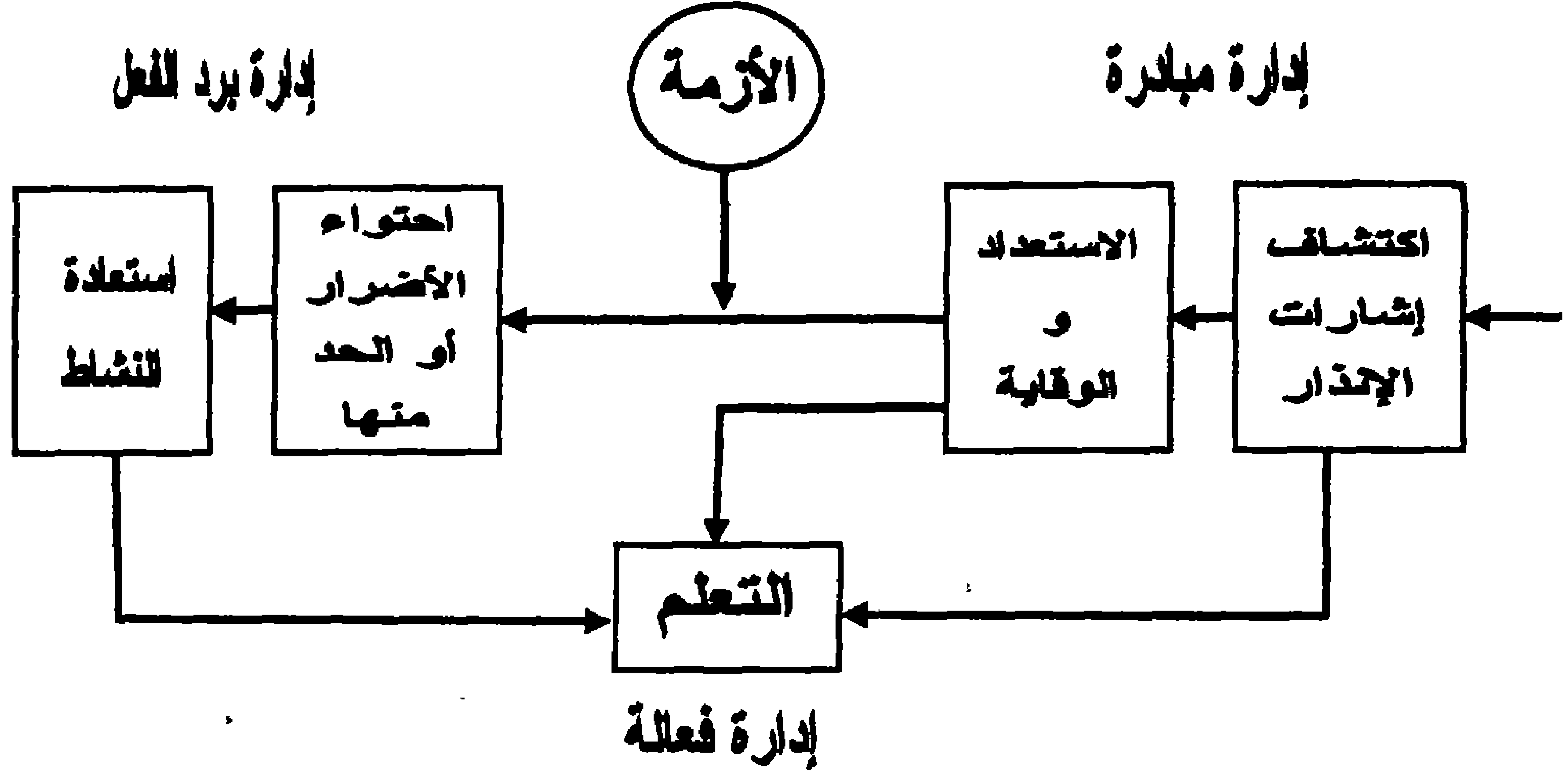
- **الدقة**: يتم قياس الدقة بدراسة الأزمات التي وقعت فعلاً أو كانت على وشك الوقوع، ومعرفة هل نظم الإنذار لعبت الدور المطلوب منها أم لا.

- **الفعالية**: وتقيس نسبة التكاليف والمخاطر المرتبطة بنظم الإنذار المبكر بالنظام المالي إلى إجمالي التكاليف والمخاطر غير المرتبطة بإكتشاف إشارات الإنذار المبكر بالأزمات المالية.

ـ آلية عمل نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية : إن نظم الإنذار المبكر تقوم بمهمة غاية في الأهمية و هي إكتشاف إشارات الإنذار بوقوع أزمة مالية ، التي تعد المرحلة الأولى في إدارة الأزمات والتي يمكن تبيينها في الشكل التالي الذي يوضح مراحل إدارة الأزمات وذلك كما يلي:

شكل رقم : (٢٤)

رسم توضيحي لمراحل إدارة الأزمات



المصدر: محمد رشاد الحملاوي ، إدارة الأزمات تجارب محلية وعالمية ، الطبعة الثانية ، بدون دار نشر، القاهرة ، ١٩٩٥ ، ص ٦١.

فالأزمة ترسل قبل وقوعها بفترة سلسلة من إشارات الإنذار المبكر باحتمال وقوع الأزمة فنظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية ترصد مؤشرات الأزمات المالية بغرض إعطاء إشارات لإحتمال وقوع أزمة مالية.

إذ يؤكد الباحثين على أهمية إشارات الإنذار المبكر، فمن الصعب منع وقوع شيء إن لم يتم التنبؤ بإحتمال وقوعه ، أو من الصعب مواجهة الأزمات المالية إن لم يتم الإستعداد لها كذلك تنبع أهمية نظام الإنذار المبكر بأنها تقدم أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات بإحتمال تعرض الإقتصاد لأزمة مالية، فتبين إحتمالات حدوثها في وقت مبكر

قبل وقوعها لإتخاذ سياسات وإجراءات وقائية عند وقوع الأزمة [1].

كما أن نظم الإنذار المبكر تهدف أساسًا لإكتشاف المخاطر ومواجهتها مبكرًا ، فقد كشفت الأزمات المالية المتلاحقة التي وقعت في عقد التسعينات من القرن الماضي ، على قصور السياسات في إكتشاف تلك المخاطر، لهذا وجدت ضرورة إعداد نماذج للإستقرار المالي ومؤشرات الإنذار المبكر بالأزمات المالية و التي تركز على إختبار التحمل (Test Stress) للنظام المالي في حال تعرضه لأزمة مالية [2]. يمكن القول ضرورة تبني التنبؤ الوقائي كمتطلب أساسي في عملية إدارة الأزمات المالية ، ذلك من خلال إدارة تعتمد على الفكر التنبؤي المسبق لتفادي حدوث الأزمات مبكرًا ، فقد ثبت بأن طبيعة ومستويات الجاهزية في النظام المالي تجاه الأزمات المالية تتناسب طرديًا مع الإتجاهات الوقائية به وأن القدرة على التنبؤ بالأزمات محدود وغاية في الصعوبة و الدليل على ذلك عند إنهيار بعض المؤسسات المالية بالرغم من أن القائمين عليها كانوا من كبار الإقتصاديين المصممين لنماذج رياضية تسمح بالتحوط التام ضد المخاطر.

ثانيا ـ مناهج التنبؤ المبكر بالأزمات المالية :

قامت العديد من الدول والمنظمات والمؤسسات الدولية والمحلية ببناء وتطبيق نماذج متكاملة للتنبؤ بالأزمات المالية ، ذلك في محاولة لتجنب الآثار السلبية لتلك الأزمات على إقتصاداتها الوطنية والإقتصادات الأخرى التي يمكن أن تطولها تلك الآثار، فسعيًا لدراسة الأساليب والمناهج التي يمكن

---

(1)- عبد النبي إسماعيل الطوخي ، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة ، ورقة بحتية ، كلية التجارة جامعة أسيوط ، أسيوط ، ٢٠٠٠ ، منشورة على الموقع www.kantokji.com/fiqh/economics.com: ٢٠١٠/٠٣/٢٢ .

(2)- الأمانة العامة لجامعة الدول العربية وآخرون، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، القاهرة ، سبتمبر ٢٠٠٩، ص ١٢٠.

إستخدامها في التنبؤ بالأزمات المالية ، وجد الباحث أن الفكر المالي يطرح منهج متكامل لتحديد المؤشرات الدالة عن وقوع الأزمات المالية و ذلك عن طريق خطوتين هامتين هما كالآتي (١):

- **الفئة الأولى** : تشمل التحليل النوعي ، وهذا المنهج يشير لمقارنة بيانية لديناميات المؤشرات الإقتصادية الأساسية

- **الخطوة الأولى** : تقوم على أساس تحديد المتغيرات والمؤشرات الرئيسية التي تستخدم في التنبؤ بالأزمات المالية ويتم مقارنة سلوك كل متغير قبل حدوث الأزمة بسلوكه في ظل الظروف العادية ، ذلك قصد التعرف على السلوك غير الطبيعي للمتغير والذي ينبئ بحدوث الأزمة ، كما يؤخذ على هذه الخطوة بأنها تهتم بدراسة وبحث كل متغير على حدة دون جمعها بإستخدام نماذج مؤسسة على عدة متغيرات.

- **الخطوة الثانية** : يتم وفقها إستخدام نماذج تشمل عدة مؤشرات ذات معنوية إحصائية ومتغيرات مستقلة و إستخدام المتغير التابع وذلك قصد معرفة إحتمال حدوث الأزمة.

إذ يمكن تصنيف الدراسات البحثية التي تسعى للكشف عن مؤشرات الإندار المبكر بعدم الإستقرار المالى ، إلى ثلاثة فئات منهجية للبحث هي كما يلي (٢):

---

(1)- فرج خيمر محمد عبد العال، دور إستخدام النظم الخبيرة في التنبؤ بالأزمات المالية في سوق الأوراق المالية المصرية ، أطروحة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال غير منشورة ، جامعة الزقازيق كلية التجارة وإدارة الأعمال ، القيلوبية ، ٢٠٠٣، ص-ص، ٩١-٩٢.

(2) - A. V. Ulyukaev and P. V. Trunin , **Application of a Signals Approach to the Development of Early Warning Indicators of Financial Instability in the Russian Federation** , STUDIES ON RUSSIAN ECONOMIC

في الفترة التي تسبق الأزمات المالية مع فترات الإستقرار المالي .

ـ **الفئة الثانية** : نماذج الإقتصاد القياسى تطبق تحليل لوجت أو تحليل بروبيت التي بموجبها يتم تقييم المؤشرات الإقتصادية التي يمكن الإعتماد عليها لتوقع إحتمال وقوع أزمات مالية ، و هى طريقة التحليل المثلى للمتغيرات الوصفية الثنائية (المؤشر المبكر لوقوع أزمة مالية يأخد القيمة ١ أو المؤشر غير دال على وقوع الأزمة المالية يأخد القيمة ٠) فى حالة تحليل لوجيت ، أما فى تحليل بروبيت (فأن المؤشر إما أن يكون إحتمال أنه مؤشر مبكر بالأزمة المالية وقيمة الإحتمال ١٠٠٪ أو غير ذلك و قيمة الإحتمال تكون ٠٪) ، ويتم بناء نماذج لللإقتصاد القياسي للتنبؤ بإحتمال وقوع أزمات مالية مستقبلا .

ـ **الفئة الثالثة** : المعايير اللآمعلمية nonparametric criteria ، في هذه المنهجية يتم تطوير الخصائص العددية المختلفة التى تسمح للكشف مقدما بحالة ضعف الإقتصاد الكلي و إحتمال وقوعه في أزمة مالية ، وضمن هذا المنهج يمكن التفريق بين مجالين رئيسيين هما تحديد القيم الحدية (عتبة) لمؤشرات الإندار المبكر المختلفة بالأزمات المالية بناءا على معايير مختلفة ، و تطوير مؤشرات مركبة للإستقرار المالي .

ويمكن إيضاح تلك المناهج التي سعى الباحثين للإعتماد علهيا من أجل التنبؤ بالأزمات المالية ، و هي في سيرورة دائمة لتطويرها بهدف الحصول على معدلات فعالية أكثر و ذلك كما يلي :

DEVELOPMENT Vol. 19 № : 5 , Pleiades Publishing , Russia , 2008 , p 517 , available at :
12/03/2010http://www.springerlink.com/content/24l25v20548m8mk2/fulltext.pdf

١- منهجية المؤشرات القائدة : قدم (Herrera and Garcia ، ١٩٩٩)[1] . دراسة للتنبؤ بالأزمات المالية تعتمد على ما يعرف بالمؤشرات القائدة (Leading indicators)[*]، وتعتمد في البداية على ما يطلق عليه (فترات الأزمات crises periods) ، ذلك بهدف دراسة سلوك تلك المؤشرات القائدة .

تلك المؤشرات القائدة يمكن إستخدامها من قبل متخذي القرار لتوقع الأزمات المالية ، ويمكن تحديدها من خلال مقارنة سلوك متغير معين في فترة ما قبل الأزمة مع سلوكه خلال فترة الاستقرار والسكون، ذلك بخلق نوع من التوازن بين تخفيض إحتمالية عدم التوقع بالأزمات وتخفيض إحتمالية إعطاء إنذار غير صحيح عند وجود ضغوطات Stresses ، كما يمكن تحديدها بالاعتماد على نماذج الاقتصاد القياسي لتحديد المؤشرات التي يثبت أهميتها إحصائيًا، ليتم إستخدامها لتقدير إحتمالية وقوع الأزمات في وقت ما[2].

٢- منهجية الإشارات : كما قام (Kaminsky, Lizondo, Rienhart ١٩٩٧)[3]. بتصميم نظامًا للإنذار المبكر عن الأزمات المالية و

---

(1)- مركز المعلومات ودعم إتخاذ القرار قطاع التحليل الاقتصادي ، نظام الإنذار المبكر لأزمات سوق العملة ، الإصدار الأول، مجلس الوزراء المصري ، القاهرة ، مارس ٢٠٠١ ، ص١٨.

(*)- يعتبر المتغير مؤشرًا قياديًا مفيدًا إذا إستطاع الكشف عن السلوك غير الطبيعي قبل حدوث الأزمة ، كما لا يعطي إنذار غير صحيح عن إقتراب وقوع أزمة في الأوقات العادية أي حالات الإستقرار.

(2)- مركز البحوث المالية والمصرفية ، التحديات التي تواجه التنبؤ بالأزمات المالية والاقتصادية ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، المجلد الثامن العدد ٤٠١ ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان ، ٢٠٠٠ ، ص ٢١ .

(3) - GRACIAL kaminsky and SOUL Lizondo and CARMEN Reinhart, **Leading indicators of currency Gises**, international Monetary fund , working paper № 97/79, Washington, 1997, pp. 13-17.

بالتحديد أزمات العملة، إذ تم الإعتماد على مجموعة من المؤشرات الشهرية التي تندر بوجود أزمة عندما تتعدى تلك المؤشرات حدًا معينًا، ثم يتم بناء (مؤشرات مركبة) من تلك المؤشرات المنفردة لقياس إحتمال وجود أزمة.

يحاول نموذج الإنذار المبكر الربط بين مختلف الأنواع من الأزمات المالية ، ويتم وضع مؤشرات مركبة يمكن الإعتماد عليها في التنبؤ بأن نظام مالي معين في وضع ما قبل الأزمة المالية، وترتب جودتها في التنبؤ من حيث الدقة ، يمكن إختبار فاعلية منهج الإشارات على مستوى المؤشرات الفردية بالاعتماد على المصفوفة التالية [1]:

	وقوع الأزمة (خلال α شهر)	عدم وقوع الأزمة (خلال α شهر)
وجود إشارة	A	B
عدم وجود إشارة	C	D

A – تعبر عن عدد الشهور التي أصدر فيها المؤشر (إشارات صحيحة Good Signal) ، بمعنى أنها تعبر عن عدد الشهور التي تم فيها إصدار إشارات من جانب المؤشر وتبع ذلك حدوث أزمة خلال α شهر.

B – تعبر عن عدد الشهور التي أصدر فيها المؤشر (إشارة خاطئة) بمعنى أنها عدد الشهور التي تم فيها إصدار إشارات من جانب المؤشر ولكن لم يتبع إصدار تلك الإشارة حدوث أزمة خلال α شهر.

(1) – عربي مدبولي أحمد، مرجع سبق ذكره ، ص.ص ، ٨٣-٨٤ .

C – تعبر عن عدد الشهور التي لم يصدر فيها المؤشر أية إشارة لوقوع الأزمة ، على الرغم من وقوع أزمة خلال α شهر.

D – تعبر عن عدد الشهور التي لم يتم خلالها إصدار أية إشارة لوقوع الأزمة، وبالفعل لم تقع أزمة خلال α شهر.

وعلى أية حال يمكن القول بأن الإشارات الصحيحة عند A وD ففي حالة A يكون بالفعل تم إصدار إشارة وتتبع وقوع الأزمة خلال αشهر و في حالة D لا يقوم المؤشر بإصدار أية إشارة بوقوع الأزمة وبالفعل لا تقع ، فقد وجد من الناحية التطبيقية أنه لا يمكن أن يقوم مؤشر بإصدار إشارات صحيحة دون إصدار أية إشارة خاطئة.

توجد نسب يمكن الإعتماد عليها كمقياس لتقييم منهج الإشارات وهي [1]:

ـ نسبة المؤشرات الصحيحة الصادرة من المؤشر إلى عدد الشهور التي تم إصدار إشارات صحيحة = $\frac{A}{A+C}$

ـ نسبة الإشارات الخاطئة إلى الخاطئة الممكنة = $\frac{B}{B+D}$

ـ مؤشر الضوضاء = $\frac{B/(B+D)}{A/(A+C)}$

يمكن حساب حالة الهشاشة في الإقتصاد في صورة كمية ، بحساب عدد المؤشرات التي تعطي إشارات تدل على عدم الإستقرار و يمكن معرفة قدرة السلطات على مواجهة أزمة مقبلة ، فبمعرفة توزيع المؤشرات يمكن

---

(1) – OSMAND Alford lindo jr , **avalue at risk approach to fiscal sustainability : acase study for Thailand** , Ph.D of philosophy economics faculty of calaremant Califonia university , proquest llc , USA , 2008 , p 17.

معرفة المستوى الحرج أي المنطقة الحرجة لهته المؤشرات ، وعندما تكون نسبة المشاهدات لها تظهر سلوكًا غير معتاد بذلك يتم التنبؤ بقرب الأزمة ويكون من الصعب تجنبها و عندما يتعدى فيها المؤشر (القيمة الحرجة) معبرًا عن وضع أزمة يكون هناك إحتمالين [١]:

- **الأول**: أن الأزمة تقع في وقت محدود بعد إعطاء الإشارة ، يمكن القول عن الإشارة أنها صحيحة.

- **الثاني**: أن الأزمة لا تقع في الوقت المحدد وبالتالي تكون الإشارة خاطئة، فقد وجد أنه من الصعب تحديد التوقيت الدقيق المناسب لتوقع حدوث الأزمة المالية.

٣- منهجية الإنذار بحدوث أزمة مالية : فقد قدم البنك المركزي الألماني نمودج بحدوث الأزمة Alarm clock model ، وهو نمودج للتنبؤ بأزمات سعر الصرف في الأجل القصير ، حيث يقوم بالتنبؤ المستقبلي لمدة شهر [٢]. حيث تقوم هذه المنهجية على نموذج للتنبؤ بالأزمات في الأجل القصير، و ذلك بالتنبؤ المستقبلي لقيم بعض المؤشرات المناسبة، فيتم التنبؤ بتغيرها بالرجوع إلى عتبة ما و ينتج عن النموذج مجموعة من الإحتمالات الخاصة بإمكانية وقوع الأزمة أو عدم وقوعها.

---

(1) – مجلس الوزراء - مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره ، ص ١٧ .

(2) - ANDREW Berg and EDUARDO Borensztein and CATHERINE Pattillo , **Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?** , international Monetary fund Research Department , working paper № 04/52 , Washington , March 2004 , p 6, available at : 06/06/2010 http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0452.pdf

٤ ـ منهجية نماذج بروبيت (Probit models)[1]:

حيث يتم من خلال منهجية نماذج بروبيت تحويل المتغيرات[*] المستخدمة في التعبير عن الأزمة المالية إلى متغيرات ثنائية ، ذلك بإستخدام عتبة محددة Arbitrary threshold لتلك المتغيرات ، حيث تعبر القيم الأعلى من هذه العتبة عن حالة أزمة مالية و تأخذ قيمة واحد ، بينما تعبر القيم الدنيا عن حالة إستقرار و تأخذ قيمة صفر ، بعد ذلك يتم تقدير إحتمال حدوث أزمة مالية من خلال تقدير إحتمال الحصول على القيمة واحد للمتغير الثنائي (و هي القيمة المعبرة عن الأزمة المالية) ، وذلك بإستخدام نموذج إنحدار بين المتغيرات المفسرة للمتغيرات الثنائية للأزمة المالية و هذه المتغيرات الثنائية .

فهذه المنهجية لا توضح حدة الأزمة المتوقعة كما هو الحال في منهجية الإشارات ، حيث يقدر فقط إحتمال تخطي المتغيرات الثنائية للعتبة الحرجة دون تحديد الفرق بين قيمة هذه العتبة و القيمة المتوقعة للمتغيرات الثنائية ، إلا أنه عن طريق منهجية نماذج بروبيت يمكن تحديد الإقتصادات التي يمكن أن تقع بها أزمة مالية ، وتحديد توقيت حدوث تلك الأزمة المالية.

٥ ـ منهجية نماذج تعتمد على الإنحدار اللوجستي (Logit

---

(1) – بتصرف بالإعتماد على :

–DERRICK Reagle AND DOMINICK Salvatore , **Forecasting Financial Crises in Emerging Market Economies** , Department of Economics Fordham University in New York , Open economies review № : 11 , Kluwer Academic Publishers *Printed in The Netherlands* , *Netherlands* , 2000 , available at: 08/07/2010http://www.springerlink.com/content/qrj67t1130066q32/fulltext.pdf

(*)– حيث يتم تحديد تلك المتغيرات بناءا عن إختبارات إحصائية بالتطبيق على إقتصادات متعددة .

models) [1]: هناك علاقة إرتباط قوية بين مجموعة من المؤشرات و عدم الإستقرار المالي، يمكن تحديدها بالإعتماد على نماذج إحصائية بالإعتماد على الإختبار الإحصائي هو الإنحدار اللوجستي (Logistic regression) حيث تستخدم نماذج لوجيت لتقدير مساهمة كل مؤشر في إحتمال حدوث عدم الإستقرار المالي ، فقد تم إقتراح نماذج الإنحدار اللوجستيكى لتقدير مؤشرات الإنذار المبكر بالأزمات المالية من قبل كل من Demirgüç-Künt and Detragiache، 1998) وكل من (Gonzalez-Hermosillo ، 1999) كذلك كل من (Mulder ، Perrelli ، Rocha ، 2001) و كل من (Bussiere ، Fratzcher ٢٠٠٢) ومن بينهم كذلك (Gonzalez-Hermosillo) يجمع بين مؤشرات الحيطة الكلية و متغيرات الإقتصاد الكلي ، فبالإضافة لما سبق إعتمد كل من (Mulder , Perrelli Rocha) على مؤشرات مستمدة من ميزانيات و حساباتها الشركات إستنادا للميزات المؤسسية ، أما البحوث الأخرى إعتمدت فقط على متغيرات الإقتصاد الكلي ، بالإضافة لتلك البحوث التي تهدف لتصميم نماذج إختبار إحتمال حدوث أزمات مالية مكلفة جدا إذا تمت الدراسة لكل إقتصاد على حدى و هو أمر نادر نسبيا و أن النماذج القطرية هي الفعالة لإتسام كل إقتصاد بخصائص معينة ، إذ يصعب عن طريق منهجية لوجيت تحديد مؤشرات للأزمات المالية لإقتصاد معين ، ويتطلب ذلك تطبيق المنهجية على كل إقتصاد على حدى بذلك من الصعب و ضع تعريف للأزمات المالية و تطبيق إختبارات

---

(1) - DELISLE Worrell , **Quantitative Assessment of the Financial Sector : An Integrated Approach** , international Monetary Fund , Monetary and Financial Systems Department , Working Paper № 04/153 , Washington , August 2004 , p 6 , available at : 22/08/2010 http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04153.pdf

فعالة ، لذلك إتبع كل من (Polius Sahely ، ٢٠٠٣) وكل من (Worrell ، Cherebin ، Polius-Mounsey ٢٠٠١) نهج أكثر فاعلية يتمثل في إختبار للإفلاس المؤسسات المالية بشكل فردي و إستعمال النتائج للتنبؤ في حالة كون بعض المؤسسات لها تأثير كبير على الأسواق المالية و التي يمكن أن تسبب إنتشار تداعيات الأزمات المالية .

ثالثًا . صعوبات التنبؤ بالأزمات المالية و التحديات التي تواجه تصميم نظم الإنذار المبكر بها :

إن تحديد زمن وقوع الأحداث الاقتصادية أمر بالغ الصعوبة، فالنظرية الإقتصادية تصف حالات التوازن الإقتصادي ، لكن من الصعب عليها تحديد التغيرات الديناميكية التي تقود لحالات عدم التوازن إلا في حدود ضيقة .

١ . صعوبات التنبؤ بالأزمات المالية: يمكن القول أن التنبؤ بتوقيت الأحداث غير المتكررة مثل الأزمات المالية شيء غاية في الصعوبة ، فالأزمات المالية تنشأ عن متغيرات يكون من الصعب مراقبتها.

ويزيد في الأمر تعقيدًا ندرة البيانات عن الأزمات وهذا مشكلاً يقف أمام جهود الباحثين الرامية لتطوير النماذج الهادفة لتحديد مجموعة من المؤشرات القيادية، فلذلك يجبر الباحثون لإفتراض أن المعاملات المستخدمة في النماذج تشخص سلوك متغيرات معينة ، ذلك حين تزايد حدة الأزمات وإنتشارها وأن هذه المعاملات متشابهة عبر الزمن وفيما بين اقتصادات مختلفة فالتغيرات التي تحدث في الأنظمة المالية ، وزيادة التكامل بين الأسواق المالية تجعل بأن هذه الافتراضات غير صحيحة ، هذه المعاملات تختلف عبر الزمن وفيما بين الإقتصادات كما أنها تختلف بإقتصاد دولة ما عبر الزمن و لذلك يمكن القول بأن عدم توفر البيانات الكافية يقف عائقًا أمام اختبار مثل هذه

الافتراضات(١).

كما وجد أن النماذج التي لا تتضمن ردود الفعل السياسية لا تحقق نجاحًا كبيرًا ، فصنع السياسة سواءً كانت مالية أو نقدية أو تجارية وردود الفعل تجاهها والصفات الهيكلية لإقتصاد ما وتغير سياسة الفاعلين المحليين والأجانب في الأسواق وتطورها لتحل الأزمات (٢). إذ أن هناك بعض المؤشرات لها دور كبير في نماذج التنبؤ بالأزمات المالية وهي مثل المؤشرات الدالة على الشعور السائد في السوق و بالرغم من أهمية هذه المؤشرات إلا أنه من الصعب قياسها، كما أن بعض المؤشرات ذات الصلة بالأزمات المالية ولكنها غير فعالة ذلك لأنها تميل إلى التأخر في إصدار الإشارات خلال فترة حدوث الأزمة المالية (٣).

فتحديد مجموعة من المؤشرات التي من خلالها يتم رصد الأزمات المالية مستقبلاً في وقت مبكر بما فيه الكفاية وبدرجة كبيرة من الدقة مع عدم إعطاء مؤشرات خاطئة للأزمات المالية يعد موضوع غاية في الصعوبة ، وإن أمكن تحديد تلك المؤشرات فإن فائدتها تقل لأنها تؤدي إلى تغيير السلوك حيث أن الأسواق تأخذها في الحسبان فتعجل بوقوع الأزمة المالية قبل موعدها المفترض من خلال توقع حدوثها و أن صناع القرار سوف يتخذون جملة من الترتيبات للحيلولة دون وقوعها ولذلك تفتقد تلك المؤشرات قدرتها على التنبؤ.

---

(1) - SUNIL SHarm , **The challenge of predicting Economic Crises** , international Monetary Fund , Finance and development , Washington , June 1999, p 42.

(2) - ANDREW Berg and CATHERINE Pattillo , **the challenges of predicting Economic Crises,** international Monetary fund, Economic Issues No: 22, Washington , July 2000, p.p, 4-5.

(3)- مركز البحوث المالية والمصرفية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٢ .

ومنه يمكن القول بالرغم من الأبحاث التي أجريت مؤخرًا بهدف التنبؤ بالأزمات المالية فهناك بعض السمات المهمة للأزمات التي تستحق مزيدًا من الدراسة كالعدوى المالية التي تنتقل من نظام مالي لآخر، فينبغي التحري عن إمكانية التعرض لمخاطر الأزمات المالية.

٢ ـ التحديات التي تواجه تصميم أنظمة الإنذار المبكر بالأزمات المالية : في الحقيقة لقد إستعرض الباحث بعض الصعوبات التي تواجه التنبؤ بالأزمات المالية ، و أراد أن يخصص في هذه الجزئية إستعراض بعض التحديات التي تواجه الباحثين في تصميم أنظمة الإنذار المبكر للأزمات المالية خاصة في ظل موجات التحرير المالي و التكامل المالي بين مختلف أسواق المال، إذ يمكن استعراض ذلك فيما يلي [1]:

ـ عدم توافر بيانات شهرية أو ربع سنوية ، كما أنها إن وجدت لا تكون بصفة منتظمة.

ـ لا توجد مؤشرات يمكن من خلالها جزم التنبؤ بصورة معينة ، وذلك لوجود متغيرات خارج النموذج يمكن أن تؤثر على تُوقعات النموذج مثل الأحداث السياسية.

ـ كما أنه يوجد تحدي أمام الباحثين لتطوير المؤشرات التي يتضمنها نظام الإنذار المبكر ، هذا راجع لسرية بعض البيانات أو عدم توفرها أصلاً مثل: حجم عمليات غسيل الأموال وقيمة الديون المتعثرة.....إلخ.

ـ هناك تحدي أمام حصر بعض العوامل السياسية والإجتماعية وصعوبة قياسها، بالرغم من تأثر أجهزة الإنذار المبكر بها.

---

(1)- أمير الفونس عريان حنا ، مرجع سبق ذكره ، ص ـ ص ، ١٢١-١٢٢.

- هناك تحدي آخر يتمثل في ديناميكية الظروف الدولية التي تحيط بالأزمات المالية، فالأزمات المالية التي وقعت في عقد التسعينات كانت تحيط بها ظروف ، و لذلك فإن نظم الإنذار المبكر المصممة لها لا تصلح للأزمات المالية التي وقعت بعدها.

- يعد التحرير المالي وسيلة ضغط على نظم الإنذار المبكر المصممة ، حيث أن التغيرات المفاجئة في تدفقات رؤوس الأموال تؤدي إلى خلل في نظام الإنذار المبكر فلابد أن تكون مرونة لتدارك تلك التغيرات لهدف رفع كفاءة نظم الإنذار المبكر المصممة.

- كما أن عدم كفاءة الأسواق المالية، يعد تحدي آخر أمام تصميم أنظمة الإنذار المبكر، فمؤشرات البورصة قد لا تعكس الوجه الحقيقي لبعض القطاعات الاقتصادية ، و لذلك فإن المؤشرات المبنية على أساسها الداخلة في تصميم نظام الإنذار المبكر تقلل من كفائتها على التنبؤ.

- أن عمليات غسيل الأموال تقف عائقًا أمام كفاءة أنظمة الإنذار المبكر، ذلك لأن تلك الظاهرة تزيد من صعوبة تقدير القيمة الحقيقة للتدفقات المالية ، كما أن إختلاف أسباب الأزمات المالية التي وقعت سابقًا ، وإختلاف تداعياتها على الإقتصادات المختلفة، يعد تحديًا أمام التنبؤ المبكر بالأزمات المالية.

رابعا ـ إسهامات صندوق النقد الدولي في تطوير نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية :

حفزت الأزمات المالية في العقد الأخير من القرن العشرين مجموعة من الدراسات التجريبية الرامية إلى تحديد أسباب هذه الأزمات و محدداتها و آثارها ، بذلك أدركت الدراسات التجريبية بضرورة وضع نظم إندار مبكر بالأزمات المالية ، لذلك سرعان ما إستخدم عدد متزايد من المؤسسات المالية الدولية و

البنوك المركزية لنظم الإندار المبكر في أنشطتها الرقابية ، و بالمثل قد وضعت العديد من البنوك الإستثمارية نماذج الإندار المبكر بهدف تقديم المشورة لتداول العملات الأجنبية لعملائها و إستكمال التحليل الإقتصادي للأسواق الناشئة .

فبعد سلسلة الأزمات المالية في عقد التسعينات إعتمد صندوق النقد الدولي مبدئيا على نظام الإندار المبكر الذي إقترحه (Kaminsky, Lizondo, Rienhart ١٩٩٧) و نظام الإندار المبكر الذي صممته فرقته البحثية الخاصة بقسم إقتصادات الدول النامية بالإضافة لنظم الإندار المبكر المصممه من قبل القطاع الخاص كالذي جاء به كل من البنوك الإستثمارية (Deutsche Bank Alarm Clock , Credit Suisse First Boston) و ركز على تعزيز قدرته لمنع وقوع الأزمات المالية ذلك من خلال تطوير هذه النظم التي تدعم مختلف التحليلات القطرية من خلال معرفة جوانب الضعف الإقتصادي لمختلف الإقتصادات و المقارنة فيما بينها ، من خلال تحديد المؤشرات الدالة على جوانب الضعف المالي و إيجاد طريقة أكثر موضوعية لتجميع المعلومات و البيانات لعمل تلك المؤشرات و تقييم قدرتها التنبؤية ، فمنع وقوع الأزمات المالية واحدة من المسؤوليات الأساسية لديه و إكتشاف مواطن الضعف المالي يلعب دورا أساسيا في عمله فلذلك خصص عديدٌ من البحوث لهذه المهمة ، حيث تم بناء نظام الإندار المبكر يتضمن مجموعة مؤشرات عدم الإستقرار المالي ، يتم إختيار تلك المؤشرات على أساس قدرتها التنبؤية ، فقد قامت دراسات على الأزمة المكسيكية سنة ١٩٩٤ بهدف التعرف عن المتغيرات الإقتصادية الكلية التى تتغير بشكل غير طبيعي في الفترة التى سبقت الأزمة ، حيث إختلفت تلك الدراسات فيما بينها حول أهمية تلك المتغيرات التفسيرية للأزمة ، ذلك بسبب إختلافها في تعريف الأزمة و مجموعة البيانات المعتمد عليها و إختلاف منهج الدراسة [1]. إلا أن المؤشرات المقترحة

(1) - ADBUL Abiad , **Research Summaries of Early Warning Systems** , international Monetary fund Research Bulletin , Volume ٤ № 2 , Washington

للأزمات العملة تمحورت حول كل من (المغالاة في سعر الصرف الحقيقيومعدلات العجز في الحساب الجاري ، و خسائر الإحتياطيات من النقد الأجنبي معدل نمو الصادرات، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إحتياطات النقد الأجنبي).

عندما وقعت الأزمة المالية الآسيوية تبين للباحثين أن مؤشرات الإقتصاد الكلي غير كافية للتنبؤ بالأزمات المالية أو عدم الإستقرار المالي ، فقد تم ربط بعض المؤشرات المستمدة من بيانات ميزانيات الشركات ، ذلك لإرتفاع قيمة الديون قصيرة الأجل التي زادت في عمق الأزمة ، كما أن حماية حقوق المساهمين أثرت بشكل كبير على إحتمالات وقوع الأزمة ، كما أنه و جد إرتباط وثيق بين العوامل السياسية و الإقتصادية ، ذلك عند إنخفاض قيمة الإحتياطات الرسمية ، كما كشف على أن الإقتصادات الأقل تحرير مالي و الأكثر رقابة مصرفية هي الأقل عرضة للأزمات العملة ، فبذلك و جدت عدة دراسات أن الأداء الضعيف لتوقعات أسعار الصرف ، التصنيف الإئتماني ، هوامش الفوائد على السندات و فروق نسب أسعار الفائدة تعتبر كمؤشرات لأزمات العملة .

بعد أن تم تحديد مجموعة من المؤشرات المفيدة فقد كانت الحاجة للمساعدة على تحديد مواطن القوة و الضعف لنماذج الدراسات ، مع ذلك فإن الإختبار الحقيقي لتلك النماذج يتمثل بتفعيلها في إطار شامل يتضمن تحليلات متعمقة لمواطن الضعف المالية القطرية ، فبالرغم من الأصل الأكاديمي المشترك لنظم الإندار المبكر إلا أنها إختلفت فيما بينها فى تعريف الأزمات المالية و الأفق الزمني لتوقعاتها ، فهذه الإختلافات عكست المصالح المختلفة للمستخدمين النهائيين لتلك النماذج ، فعلى سبيل المثال نماذج بنوك الإستثمار ركزت أساسا في تعريف الأزمة على متغيرات شملت التغيرات في سعر الصرف و أسعار الفائدة

, june 2003 , p.p , 1.3, available at:

01/02/2011http://www.imf.org/external/pubs/ft/irb/2003/eng/02/index.pdf

التي من المحتمل أن تؤثر على ربحية تداول العملات الأجنبية أو مواقع الإستثمار ، و أنها ركزت في توقعاتها لمدة ثلاثة أشهر التي تعتبر أكثر ملائمة لتداول العملات الأجنبية و الأصول المالية ، في المقابل نماذج الإندار المبكر التي تستخدمها المؤسسات المالية الدولية و البنوك المركزية في عمليات الرقابة ، تميل للتركيز على المتغيرات المرتبطة بأزمات ميزان المدفوعات و المتمثلة في التغيرات في أسعار الصرف و/ أو قيمة الإحتياطات من النقد الأجنبي ، أما أفقها الزمني في توقعاتها أطول بكثير من نماذج بنوك الإستثمار و يمكن أن يصل أفقها الزمني إلى ٢٤ شهرا، ذلك يعكس الرغبة جزئيا في الحصول على مايكفي من الوقت لصياغة التعديلات التصحيحية (١). يمكن الإشارة إلى أنه من المفارقة أن صندوق النقد الدولي إهتم بشكل كبير بقضية تطوير نظم الإندار المبكر بأزمات العملة ، و أنه يستخدم نظم للإندار المبكر للتنبؤ بأزمات العملة ، دون الإهتمام بشكل كبير بتطوير نظم الإندار المبكر الخاصة بالأنواع الأخرى من الأزمات المالية كالأزمات المالية بالقطاع المصرفي (٢). إذ لا يوجد لديه نظام للإندار المبكر واضح لمواجهة الأزمات المالية بالقطاع المصرفي .

حيث توحي تقييمات صندوق النقد الدولي لآداء نظم الإندار المبكر أن هناك طريقتين لتعظيم فائدة نظم الإندار المبكر كأدوات رقابة من ناحيتين ، فنظرا لإختلاف طبيعة الأزمات المالية يحتم وضع قواعد تهدف ليس للتنبؤ

---

(1) - International Monetary fund , **global financial stability report** , a qauarterly report on market development and issues , Washington , March 2002 , p48, available at : 03/05/2011http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2002/01/pdf/chp4and5.pdf

(2) - E. PHILIP Davis and DILRUBA Karim , **Comparing early warning systems for banking crises** , Journal of Financial Stability , Volume 4 , published in collaboration with Lally School of Management and Technology of the Rensselaer Polytechnic Institute , 2008 , p 90, available at : 03/05/2011www.sciencedirect.com

بأزمات العملة فحسب ، لكن أيضا للأزمات المالية بالقطاع المصرفي و تحديد الروابط فيما بينهما ، إذ يمكن تحسين القدرة التنبؤية لنماذج نظم الإندار المبكر أو إستعمالها بصورة أكثر فعالية للمعلومات المتضمنة لأسعار الأصول و ذلك لتوقع ضغوط السوق المالية ، لأن عدد من الأزمات المالية فاجأت المتعاملين في الأسواق المالية ، بذلك أقترح إستخدام أدوات أكثر فعالية لإستخراج بيانات تستخدم للتنبؤ مستمدة من الأسواق المالية و هذا يمكن من الرقابة بأكثر فاعلية ، شملت آفاق صندوق النقد الدولي المستقبلية لتطوير نظم الإندار المبكر بالأزمات المالية بعد سلسلة الأزمات المالية التي وقعت في أوائل العقد السابق الجوانب التالية [1]:

١ ـ **أزمات العملة** : معظم نماذج الإندار المبكر بأزمات العملة إبتعد عن إستخدام أسعار الفائدة قصيرة الأجل كعنصر من عناصر تعريف أزمات العملة أو كعنصر محدد للأزمة ، يمكن أن تعكس أسعار الفائدة قصيرة الأجل الضغوط في أسواق الأوراق المالية ، كما أن التوسع في الإئتمان المحلي عامل أساسي في أزمات العملة ، لكن عدم توفر البيانات حول المجاميع النقدية في الوقت المناسب يكون مؤشرا أقل فائدة لأزمات العملة فلذلك أظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية القطاعية نتائج جيدة في التنبؤ ، فقد تبين أن الإختلافات في آداء القطاعات بسوق الأوراق المالية يشكل مؤشر جيد لأزمات العملة بالأسواق الناشئة ، هذا و يمكن أيضا إستخدام أساليب جديدة للحصول على معلومات حول توقعات أسواق النقد و المال مستمدة من أسعار المشتقات المالية و إستخدامها كمؤشرات في تلك النماذج.

(1) - IB ID , P.P , 53. 62 .

٢ - **أزمات الديون الخارجية** : فالتنبؤ بأزمات الديون الخارجية هدف جدير بالإهتمام،فقد تم إدراج مؤشر للديون قصيرة الأجل ضمن نظم الإندار المبكر الخاص بإقتصادات الأسواق الناشئة و ثبت أهميتها في تحسين قدرتها التنبؤية ، و بوجه خاص مؤشر(الديون قصيرة الأجل / الإحتياطات) يعتبر مؤشر جيد لمشاكل السيولة لكن ليس بالضرورة مؤشرا جيدا لأزمات السيولة الخارجية ، كما أن مؤشر نسبة خدمة الدين أحد المحددات التقليدية للأخطار الديون الخارجية و بالفعل تم تطوير نماذج تعتمد على هذه المؤشرات لمعرفة النقطة التى لابد أن تفي إحدى الإقتصادات بإلتزاماتها و إلا تقع في أزمة ديون خارجية .

هذا بالإضافة للأهمية تطوير مؤشرات من أسواق السندات بالأسواق المالية ، ذلك لظهور ما يعرف بالتوقف المفاجيء لتدفقات رأس المال فقد أصبحت هذه سمة من سمات أسواق رأس المال الدولية ، فهذا مؤشر لعدم الإستقرار المالي خصوصا للإقتصادات التي لها إحتياجات عالية نسبيا للتمويل الخارجي يظهر ذلك خصوصا في حالات عدم الإستقرار المالي بإحدى أو بعض الأسواق المالية و يزيد من حدة هذا الوضع إرتفاع درجات التأثير المتبادل بين الأسواق المالية ، فمثلا عند إرتفاع أسعار الفائدة ببعض الإقتصادات يتم تغيير وجهة الإستثمار لتلك الإقتصادات بدلا من إقتصادات أخرى .

٣ - **الأزمات البنكية**: في الحقيقة بالرغم من وجود علاقة قوية بين الأزمات المالية في القطاع المصرفي و أزمات العملة ، إلا أن البحوث حول نظم الإندار المبكر بالأزمات المالية ركزت في بدايتها على أزمات العملة ، فقد وجد أن النمو المفرط في الإئتمان المحلي و الركود ثم إنفجار الفقاعات المالية ، تعتبر مؤشرات جيدة للأزمات المالية في القطاع المصرفي ، لكن عدم توفر بيانات

حولها بإستثناء أسعار الأسهم ، فالبيانات الخاصة بالمجاميع النقدية و الإئتمانية تتوفر بعد وقت متأخر نسبيا خصوصا بإقتصادات الأسواق المالية الناشئة ، فقد إستخلصت فرق البحث لدى صندوق النقد الدولي أن جودة القروض و أسعار الأسهم تتدهور بصورة مفاجئة قبل فشل أحد البنوك ، لكن مع الإفتقار لنتائج متسقه بين الإقتصادات و ندرة و عدم وجود بيانات عن تلك المتغيرات بإقتصادات الأسواق المالية الناشئة في الوقت المناسب زاد في صعوبة التنبؤ بالأزمات المالية بالقطاع المصرفي ، لذلك أقترح أن مؤشرات الأسهم في أسواق الأوراق المالية توفر بيانات جيدة للتنبؤ خصوصا بالأسواق التي تتسم بالكفاءة العالية ، و نظرا للإرتباط الوثيق مابين الأزمات المالية بالقطاع المصرفي و الظغوط المالية بقطاع الأعمال ، تم إقتراح ضرورة لإقحام مؤشرات حول المخاطر الإئتمانية للمصارف و قطاع الأعمال بنظم الإندار المبكر بالأزمات المالية بالقطاع المصرفي ، ليتم الجمع بين هذه الأساليب لوضع نمادج هيكلية من شأنها تقييم إحتمال حدوث خسائر متأزمة بالمحافظ المالية للمصارف و ذات صلة بأزمات الإئتمان بالأسواق المالية .

٤ ـ **الروابط بين الأسواق المالية** : نظرا للإرتفاع درجات التأثير المتبادل بين الأسواق المالية فقد ألح خبراء صندوق النقد الدولي على ضرورة إقحام مؤشرات بنظم الإندار المبكر حول الصلات الوثيقة بين الأسواق المالية ، كذلك بالنسبة للعلاقة الموجودة بين الدائنين المحليين و الأجانب التي تزيد من علاقة الأزمات المالية بالقطاع المصرفي بالأزمات المالية للديون الخارجية ، أما بالنسبة لقضية التوقف المفاجيء لتدفقات رأس المال الذي يمكن أن ينتج جراء أزمات العملة ، ذلك جراء تخفيض قيمة الأصول المالية المحلية التي يمكن أن تستخدم كضمانات في أسواق الإئتمان الدولية .

٥ ـ إنتشار مخاطر عدم الإستقرار المالي و الروابط بين

الإقتصادات : نظرا لتأكد خبراء صندوق النقد الدولي أن لإنتشار عدم الإستقرار المالي و الروابط بين مختلف الإقتصادات قدرة تفسيرية للأزمات المالية ، فتم إقتراح تضمين مؤشرات حولها بنظم الإندار المبكر للأزمات المالية .

أما بعد وقوع الأزمة المالية العالمية الأخيرة وجد صندوق النقد الدولي ضرورة لتطوير مؤشرات نظم الإندار المبكر بالأزمات المالية ، فقد إقترح أحد الخبراء الإقتصاديين لدى صندوق النقد الدولي جملة من الأفكار بخصوص ذلك شملت مايلي (1):

- تطوير مؤشرات لا ينحصر دورها في تحديد المخاطر القطرية فحسب ، إنما يمتد دورها في تبيين كيفية ترجمة المخاطر القطرية إلى مخاطر نظامية عابرة للحدود .

- تطوير مؤشرات بالتعاون بين مختلف أجهزة الرقابة المالية في العالم من شأنها تبيين منشأ المخاطر المالية التي تنتشر عبر القطاع المالي .

- تطوير مؤشرات حول المخاطر التي تنشأ عن تدفقات الأصول المالية عبر الحدود و الأمر متعلق كذلك بالنسبة للخصوم المالية .

---

(1) - TAKATOSHI Kato, **Early Warning Systems and Their Role in Surveillance**, Deputy Managing Director International Monetary Fund , Speeches At High-Level Seminar, Singapore , 9 February 2010 , available at : 12/05/2011http://www.imf.org/external/np/speeches/2010/020910.htm

المبحث الثاني

أهم التجارب الدولية لنظم الإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال و تقييمها

أثرت الإضطرابات المالية التي تعرضت لها الأسواق المالية الناشئة في العقد الأخير من القرن العشرين و العقد الأول من القرن الحادى و العشرين الحاجة إلى تقييم المخاطر القطرية بدقة ، حيث ركزت عدد من الدراسات لوضع نماذج تجريبية لشرح و توقع الأزمات المالية في القطاع المصرفي و أزمات العملة ، إذ أن توجه العديد من الإقتصادات الناشئة لنظم الصرف المرنة أنقص من تواتر الأزمات المالية المزدوجة (twin crises) ، ونظرا للتطورات الحديثة في أساليب ودرجة التكامل المالي فيما بين الأسواق المالية أو ما يعرف بالعولمة المالية ، زادت إحتمالات إنتشار المخاطر المالية فيما بين تلك الأسواق ، زاد الإهتمام بتطوير نظم للإندار المبكر التي من شأنها ترقب وقوع أزمات مالية ، فقد تعددت الدراسات الخاصة بهذا الشأن فكانت مجموعة من الدراسات التي إهتمت بنظم للأندار المبكر بأزمات العملة ، كما من إهتمت بنظم الإندار المبكر بالأزمات المالية بالقطاع المصرفي ، أو نظم الإندار المبكر بأزمات الديون الخارجية ، أو نظم الإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، أو بنظم الإندار بالأزمات الإقتصادية عموما ، فقد تعددت المناهج المطبقة في تلك الدراسات و تعددت المؤشرات المطورة القائمة عليها نظم الإندار المبكر ، إلا أنه نظرا للأهمية المتزايدة على نظم الإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال، يحاول الباحث تبيين نظم الإندار الخاصة بها ذلك كمايلي :

أولا - أساسيات إشارات الإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال :

على العموم إستعرض الباحث مفهوم لأزمات إنهيار أسواق رأس المال عند تطرقه للمفاهيم المرتبطة بالأزمات المالية ، إلا أنه بشكل أكثر تفصيل يمكن القول بأن أزمات أسواق رأس المال " حالة الفقاعات " تحدث بسبب ما يعرف إقتصاديا بظاهرة " الفقاعة " أي عندما ترتفع أسعار الأصول بحيث تتجاوز قيمتها العادلة على نحو إرتفاع غير مبرر ، وهو مايحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل المالي هو المضاربة على سعره و ليس شراءه من أجل الإستثمار لتوليد الدخل ، وهنا يصبح إنهيار أسعار هذه الأصول مسألة وقت فقط حيث لما يكون هناك إتجاها قويا لبيع تلك الأصول تبدأ أسعارها في الهبوط ، من تم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار و يمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى في ذات القطاع أو في قطاعات أخرى (1). وفي هذا الصدد يمكن الإشارة أنه إختلف رأي علماء الإقتصاد حول قضية الفقاعات المالية بالأسواق المالية ، فمنهم من رأى أنه من الضروري تدخل السلطات الرقابية على أسواق المال للحيلولة دون إنفجار تلك الفقاعات المالية عن طريق جملة من الظوابط المالية المطبقة على الفاعلين في السوق المالية ، إذ كان رأي علماء إقتصاد آخرين حول هذه القضية أنه لاداعي للتدخل الرقابي فالسوق المالية هي الكفيلة بردع أي متعامل غير منظبط بالسوق المالية فعند إنفجار الفقاعة المالية تكون النتيجة وخيمة على المردود المالي لأصول هذا النوع من المتعاملين بالسوق المالية (2) ، إلا أن الباحث يرى ضرورة الرقابة من قبل السلطات الرقابية على

---

(1) - جميلة الجوزي ، أسباب الأزمة المالية و جذورها ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات أحد المؤتمرات العلمية بكلية إدارة الأعمال جامعة الجنان ، لبنان ، بدون سنة نشر ، متاحة على الرابط التالي:

http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/dreldjouzi.pdf ٢٢ / ٠١ / ٢٠١١

(2) - The researech Staff of the Egyptian banking institute ، **Financial Stability and Growt** ، op cit , p4 .

أسواق المال خصوصا إذا كانت الفقاعات المالية تتعلق بأصول مالية لشركات أو قطاع إقتصادي تأثيره معتبر على السوق المالي ، فإنفجار تلك الفقاعات تكون لها آثار وخيمة على السوق المالية المحلية ككل و خصوصا إذا كانت هناك قنوات إنتقال لتلك الآثار للأسواق مالية أخرى فتداعياتها تكون خطيرة ، و يمكن الإشارة أن تدخل السلطات الرقابية يكون عن الفقاعات الناتجة عن المعاملات المضرة بكفاءة السوق المالية أي الحرص على ضرورة أن تكون أسعار الأصول المالية منعكسة للمعلومات المحيطة بالأصول المالية ، و ليس فيما يتعلق بالفقاعات الناتجة عن العرض و الطلب .

بذلك يمكن القول أن معدل (مستوى) إرتفاع أو إنخفاض أسعار الأصول المالية - بذلك تقلبات معدلات العائد على مختلف الأصول المالية أو تقلبات معدلات المخاطر على هذه الأصول المالية - يعد من أهم المعايير و المؤشرات - بل هو الأساس - لقياس و تقييم إشارات الإندار المبكر ، إذ توجد إشارات كثيرة يمكن إلتقاطها لإكتشاف أزمات إنهيار أسواق رأس المال قبل وقوعها ، فبصفة عامة أهم إشارات الإندار المبكر التي تنبيء بإحتمال وقوع هذا النوع من الأزمات المالية تتلخص في الآتي(1):

- أسعار الأوراق المالية لا تعكس الأداء الفعلي للشركات المدرجة .

- عدم التوازن بين العرض و الطلب على الأوراق المالية المتداولة .

- حدوث تلاعب في أسعار الأسهم لإنخفاض كفاءة السوق .

- الأموال الأجنبية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة) و علاقتها بعمليات المضاربة .

- المغالات في تقييم أسهم الشركات .

---

(1) – عماد صالح سلام ، مرجع سبق ذكره ، ص - ص ، ٣٧٢ - ٣٧٣ .

- الأزمات التى تلحق بعدد من الشركات المدرج أوراقها المالية بالبورصة و إثارة الذعر بين المساهمين و المستثمرين .

- المعاملات التي تقوم على الغش أو المناورات التي قد يلجأ إليها بعض المتعاملين بقصد رفع الأسعار أو خفضها بصورة مصطنعة .

- زعزعة الثقة لدى المستثمرين (أزمة ثقة) .

- المضاربات المفرطة .

- ترويج الإشاعات و المعلومات غير الحقيقية بهدف السيطرة أو الإحتكار أو التأثير على سلوك الأسعار .

- الممارسات غير الأخلاقية و غير القانونية (البيع الصوري أو المظهري ، الشراء بغرض الإحتكار ، عمليات تداول مضللة و مظهرية ، إتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية ......) .

- المضاربة في العملة الوطنية و تدهور قيمتها .

- قيام بعض الشركات المدرجة بالتلاعب في أرقام أرباحها .

- تفاقم أزمة الديون الخارجية و إستنزاف إحتياطي العملة الحرة .

- إرتفاع مستوى البطالة .

- ضعف القطاع المالي و المصرفي و نقص السيولة .

- الدورات الإقتصادية من ركود و كساد .

- إرتفاع معدل التضخم .

- إرتفاع أسعار الفائدة .

- إثارة مشاكل بيئية خاصة بالشركات المدرجة (تلوث و آثار سلبية

على البيئة).

إلا أنه يمكن الإشارة أن مؤشرات الإندار المبكر السابق إستعراضها ، تتجسد في سوق رأس مال دون آخر ، ذلك حسب درجة تقدم أو درجة كفاءة أو مستوى التقدم في تطبيق معايير الحوكمة لدى الفاعلين بسوق رأس مال ، كما أنه من الصعب تحديدها كمؤشرات للإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، فمن أجل ذلك حاولت التجارب الدولية وضع مؤشرات دالة عن إحتمال عدم الإستقرار المالي بسوق رأس المال ، مستخلصة من تطورات المؤشرات المحاسبية الدالة عن وضع الشركات المدرجة أصولها بسوق رأس المال .

كما أن بعض التجارب إستطاعت إستخلاص مؤشرات مستمدة من المحصلة النهائية لتطورات أسعار الأصول المتداولة بأسواق رأس المال ، و المتمثلة في تطورات مؤشرات أسعار الأصول المالية في حد ذاتها بسوق رأس المال ، فتطورات مؤشرات أسعار الأصول المالية بالسوق المالية هي عبارة عن نتاج للبنية التحتية و التنظيمية و درجة التكامل المالي الإقليمي و العالمي لتلك الأسواق ، و أن بعض التجارب إستطاعت التوليف ما بين قواعد بيانات لمعلومات مالية ، يتم التشخيص عن طريقها حالة النظام المالي كله بالإقتصاد ، ذلك التوليف يتم عن طريق طرق علمية ، كإستخدام الشبكات العصبية ، و ذلك من أجل إستخلاص مؤشرات قائدة لأزمات إنهيار أسواق رأس المال .

ثانيا - أهم التجارب الدولية لإشارات الإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال و مناهجها :

فمن خلال دراسة الباحث لعدد من التجارب الدولية التي بحثت بدقة أزمات إنهيار أسواق رأس المال والتي هدفت لتحديد مؤشرات من شأنها أن تكون كمؤشرات للإندار المبكر بهذا النوع من الأزمات المالية إستطاع تصنيف

تلك المؤشرات و المناهج المعتمد عليها كما يلي:

أ. تجربة ضبط تذبذب المؤشر اليومي للوضع المالي للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال (DFCI , developed a daily financial condition) بالتطبيق على الإقتصاد الكوري : تم فى العقد الأول من هذا القرن وضع مؤشر يومي للوضع المالي ، الذي يصدر إشارات للإنذار المبكر ذلك إستنادا للرصد اليومي للتقلبات في الأسواق المالية ، هذا المؤشر له أهمية خاصة بمثابة نظام للإنذار المبكر و هو مفيد جدا لرصد الأزمات المالية كالتي وقعت بإقتصادات جنوب شرق آسيا سنة ١٩٩٧ ، حيث بدأت بعدم إستقرار للأسواق المالية ليتطور الوضع حتى وقوع أزمة مالية حقيقية [1]. حيث أن كون الأزمة المالية بالإقتصاد الكوري كانت لحركات مفاجئة و غير متوقعة من أسواق المال الدولية ، و ليست نتيجة لتدهور طويل الأجل فقد كان من الأساسيات الإقتصادية لوضع هذا المؤشر.

و يعتمد هذا المؤشر أساسا على قاعدة بيانات لتطورات متغيرات إقتصادية بشكل يومي ، و يتم التوليف بين هذه المتغيرات عن طريق أسلوب الشبكات العصبية ، و منه يتم الحصول على مؤشر مركب و يتم رصد تقلبات هذا المؤشر بشكل يومي ومن تم يمكن إستخدامه كمؤشر للإنذار المبكر لعدم الإستقرار بالأسواق المالية .

ب . إستخدام نسب محاسبية فعالة حول الوضع المالي للشركات المدرجة للحصول على مؤشرات محاسبية قيادية تستخدم ضمن نظم للإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال : ذلك عن طريق إختيار مجموعة من النسب المحاسبية الأكثر إستخداما،التي يتم إنتقائها في إطار النظرية المحاسبية

---

(1) - KYONG Joo Oh and Others , **Using Neural Networks to Tune the Fluctuation of Daily Financial Condition Indicator for Financial Crisis Forecasting** , 2006 , p-p , 609 - 614 , available at : 04/12/2010 http://www.springerlink.com/content/g12257821073q344/fulltext.pdf

من جهة و بحسب ما أسفرت عنه نتائج البحوث العلمية و العملية الحديثة من جهة أخرى ، بعد ذلك يتم دراسة و تحليل تلك النسب لفترة زمنية محددة و ذلك بالنسبة لجميع الشركات المساهمة المدرجة في السوق الرسمية للأسواق رأس المال [(1)]. ليتم عرض المقاييس الإحصائية لتلك النسب و طبيعة التوزيع الذي تخضع له و علاقته بالتوزيع الطبيعي و إجراء التحويلات الآزمة و إختبار أنسب الإختبارات الإحصائية و النماذج التي يمكن إستخدامها في الدراسة ، ليتم أخيرا العرض البياني و التحليل الإحصائي الدقيق للظواهر التي تتميز بها كافة النسب المحاسبية المختارة خلال فترات سابقة حلت بها أزمات إنهيار أسواق رأس المال ، لربما يسفر التحليل الإحصائي الدقيق عن وجود خصائص معينة لبعض النسب يمكن معه القول بأن توافر هذه الخصائص يقترن بظهور حالات عدم الإستقرار المالي بأسواق رأس المال ، و ليس فقط بمجرد الصدفة .

في آخر الأمر يتم محاولة تركيب النماذج و عرض أهم الخصائص الإحصائية لها و التحقق بقدرتها التنبؤية مع إستخدام نمودج لفترة كانت أسواق رأس المال بها لا تعاني من أزمات مالية و مقارنتها بالنتائج الفعلية الواقعية لفترة زمنية كانت خلالها أسواق رأس المال تعاني من أزمات مالية ، و تأكيد ذلك ببعض الإختبارات الإحصائية المناسبة.

أما بالنسبة لإختيار النسب المحاسبية وفق هذه المنهجية ، فقد شملت النسب التى تمثل المقومات الأساسية التى تشكل العوامل المميزة لآداء الشركات ، حيث تم التأكيد على أن تلك النسب أظهرت قوة تنبؤية لكن مع

---

(1) –وائل إبراهيم الراشد ، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية : دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت، بدون سنة نشر ، الكويت ، ص - ص ، ٣ - ٤، بحث متاح على الرابط التالي:

http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib/Forms/AllItems.aspx ١٥ / ٠٣ / ٢٠١١

مراعات توفر بياناتها الأساسية ، هذه النسب هي عبارة عن خمسين نسبة محاسبية تناولت جوانب السيولة و الهيكل التمويلي و النشاط و الربحية .

حاولت بعض التجارب التي قام بها كل من (Yu-Cheng Lee , Hsiao-Lin Teng and 2009) [1] تطوير مؤشرات قيادية للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، و إختبار مدى قوتها التنبؤية بأزمات إنهيار أسواق رأس المال عن طريق إختبارات الإنحدار اللوجستيكي ، و إعتمدت على أسلوب الشبكات العصبية لتركيب مؤشرات قيادية بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، ذلك بالإعتماد على نسب محاسبية تتعلق بوضع الشركات العاملة بقطاع الصناعات الإلكترونية بالإقتصاد التايواني و هو قطاع مهم به و ربط تلك المؤشرات المحاسبية بالمؤشرات الإقتصادية الكلية .

و حاولت بعض الدراسات (MARK Thornton , 2004) [2] ، تطوير مؤشرات مركبة من شأنها التنبؤ بالفقاعات المالية بأسواق رأس المال ، في سبيل التنبؤ بأزمات أسواق رأس المال حيث تعتمد تلك المؤشرات المركبة على مؤشرات محاسبية تبين الوضع الحقيقي للشركات المدرجة بأسواق رأس المال و مؤشرات تبين الوضع الحقيقي لهذا السوق ، ثم يتم إختبارها ليتم تركيب المؤشرات المركبة بواسطة أسلوب الشبكات العصبية .

---

(1) - YU-CHENG Lee and Hsiao-Lin Teng , **Predicting the financial crisis by Mahalanobis–Taguchi system – Examples of Taiwan's electronic sector,** journal of Expert Systems with Applications № 36 ,Department of Technology Management Chunghua University , Taiwan , 2009 , available at : 04/12/2010 www.elsevier.com/locate/eswa

(2) - MARK Thornton , **Who Predicted the Bubble? Who Predicted the Crash?,** THE INDEPENDENT REVIEW VOLUME IX № 1 , Ludwig von Mises Institute , SUMMER 2004 , available at : 04/12/2010 http://www.independent.org/pdf/tir/tir_09_1_1_thornton.pdf

ج - أسلوب إستخدام مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (risk aversion indicators) كمؤشرات للإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال : من خلال نمودج تسعير الأصول المالية(Capital Asset Pricing Model) [1] ، الذي يتعرض لقياس العلاقة بين درجة تنويع المحفظة المالية و المخاطرة ، العلاقة بين معدل العائد و المخاطرة و العلاقة بين مخاطرة أصل ما و مخاطرة السوق ككل ، هذا النمودج الذى يدخل ضمن نطاق نظرية التمويل (finance theory) ، و يهدف لتفسير ظاهرة إختلاف عوائد الأوراق المالية المختلفة و تقلبها عبر الزمن و التنبؤ بسلوك هذه العوائد في المستقبل .

فأهم العوامل التي تؤثر على قرار الإستثمار في الأصول المالية درجة المخاطرة ، و هي تشير إلى مدى التقلب في معدل العائد عبر الزمن ، فبهدف التنبؤ المبكر بأزمات إنهيار الأسواق المالية إعتمدت عدة تجارب على دراسة مؤشرات درجة المخاطرة[2] كمؤشرات قائدة للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، هذه المؤشرا تمثلت فيما يلي :

- المؤشرات البسيطة لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال : و هي تتمثل أساسا في مؤشرات **(VIX , the volatility index)**

---

(1) – لمزيد من التفصيل راجع : عبد القادر محمد عبد القادر عطية ، الحديث في الإقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق ، مرجع سبق ذكره ، ص- ص ، ٧٥١ - ٧٧٨ .

(2) – لمزيد من التفصيل راجع :

_ VIRGINIE Coudert and Mathieu Gex , **Does Risk Aversion Drive Financial Crises? Testing the Predictive power of Empirical Indicators** , CEPII, Working Paper No 02 , Banque de France , Paris , 2007 , p – p , 10 -14 , available at : 23/0?/2010 http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/2007/wp07-02.pdf .

التقلبات في عوائد الأوراق المالية للشركات المدرجة ، و يعبر عنها بمعامل الإختلاف لعوائد تلك الأسهم خلال فترة زمنية معينة ، تتحدد حسب أسلوب الدراسة .

- المؤشر الإجمالي لنفور المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (GRAI , Global risk aversion index): و هو مؤشر يقيس علاقة الإرتباط بين مختلف التقلبات بأسعار الأوراق المالية خلال فترة حالية و تقلباتها خلال الفترات السابقة ويعبر عنها بمعامل الإرتباط بين التغيرات في أسعار الأوراق المالية لأكثر من ثلاثة شهور و تلك التقلبات المحسوبة على مدى السنتين الماضيتين.

- مؤشر خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (RAI , risk aversion index) : و هو مؤشر يقيس علاقة الإرتباط بين مختلف التقلبات بأسعار الأوراق المالية خلال فترة حالية و تقلباتها خلال الفترات السابقة ، حيث يتم تقديره عن طريق نمودج الإنحدار البسيط بين التغيرات في أسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة بأسواق رأس المال لأكثر من ثلاثة شهور و تلك التقلبات المحسوبة على مدى سنتين ماضيتين .

- المؤشرات المركبة لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (LCVI , liquidity and credit and volatility index) : وهو مؤشر مركب من مؤشرات حول تقلبات الإئتمان و مؤشرات تقلبات مستوى السيولة بالسوق المالي حيث أن في فترات عدم الإستقرار المالي يزيد خوف المستثمرين من مخاطر الإستثمار بأسواق رأس المال ، و أن تقلباتها تأخد منحى غير طبيعي خلال فترات الأزمات المالية .

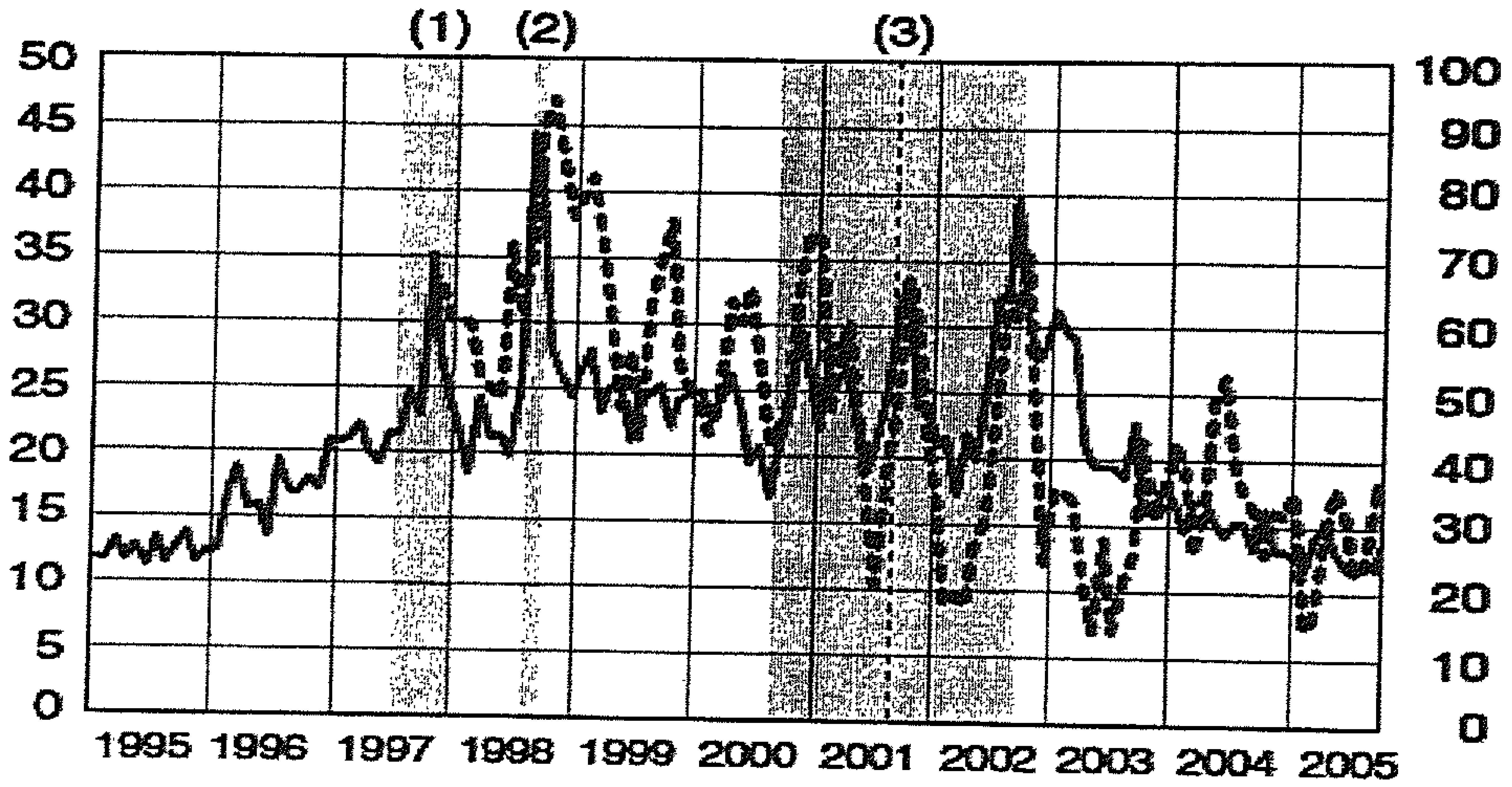
و يمكن توضيح ذلك من خلال المنحنيات التالية التي تبين تغيرات مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال خلال الفترة (

١٩٩٥ ـ ٢٠٠٥) محسوبة عن مؤشر S&P 500 وهو مؤشر حول أسهم غالبية الشركات العاملة بالإقتصاد الأمريكي ، كما يمكن الإشارة بأن تلك الفترة متضمنة فترة الأزمة المالية الآسيوية سنة ١٩٩٧ ، فترة الأزمة المالية الروسية سنة ١٩٩٩ و فترة إنهيار أسواق رأس المال نتيجة لأحداث تفجير برج التجارة العالمي في ١١ سبتمبر ٢٠٠١ ، ذلك كما يلي :

شكل رقم :(٢٥)

منحنيين لتغيرات كل من (VIX و LCVI) خلال الفترة (١٩٩٥ ـ ٢٠٠٥) محسوبة على مؤشر S&P 500

(level of VIX) (level of LCVI; min=0, max=100)



(LCVI ---- الأيمن)

—— VIX

(١)ـ الأزمة المالية الآسيوية .

(٢)ـ الأزمة المالية الروسية .

(٣) ـ إنهيار على مستوى أغلبية أسواق رأس المال نتيجة هجمات ١١ سبتمبر ٢٠٠١.

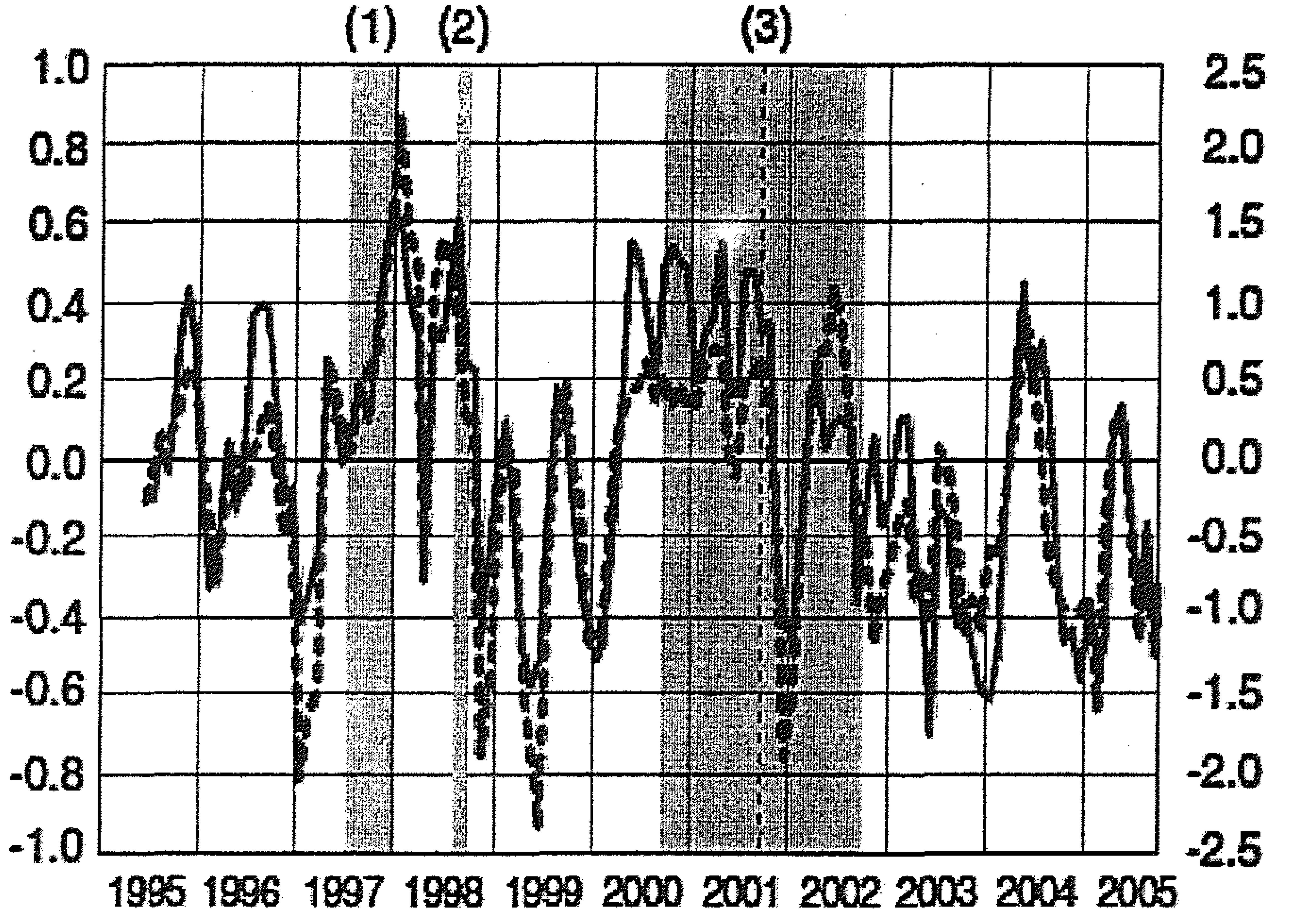
Source: VIRGINIE Coudert and MATHIEU Gex Can **risk aversion indicators anticipate financial crises?** , Financial Stability Review, №. 9, Banque de France, December 2006, p 69, available at:

04/05/2010 http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2006/etud3_1206.pdf

شكل رقم : (٢٦)

منحنيين لتغيرات كل من (GRAI و RAI) خلال الفترة

(١٩٩٥ ـ ٢٠٠٥) محسوبة علي مؤشر S&P 500



(١) ـ الأزمة المالية الآسيوية .

(٢) ـ الأزمة المالية الروسية .

(٣) ـ إنهيار على مستوى أغلبية أسواق رأس المال نتيجة هجمات ١١ سبتمبر ٢٠٠١ .

Source: VIRGINIE Coudert and MATHIEU Gex , **Can risk aversion indicators anticipate financial crises?** ,

Financial Stability Review , №. 9 , Banque de France December 2006 , p 72, available at :
04/05/2010 http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2006/etud3_1206.pdf

فيلاحظ من خلال المنحنيين السابقين أن التغيرات فى قيمة مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر ترتفع في أوقات إرتفاع درجة عدم الإستقرار المالي ، و تأخد هذه التقلبات منحى غير طبيعي لتلك التقلبات مقارنة مع تقلباتها فى فترات الإستقرار المالى ، فبذلك طورت عدة تجارب منها دراسة(VIRGINIE COUDERT MATHIEU GE , 2006 and)[1] ، نماذج لتقدير قيمة مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر كمؤشرات قيادية للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، و إعتمدت على تحليل الإنحدار اللوجستيكي لتقييم مدى أهمية تلك المؤشرات في التنبؤ بأزمات إنهيار أسواق المالية .

ثالثا ـ تقييم لمؤشرات الإندار المبكر و المناهج التي إعتمدت عليها بعض التجارب الدولية في التنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال :

يمكن إيضاح وتقييم فاعلية مؤشرات الإندار المبكر و المناهج المقترحين من طرف بعض التجارب الدولية للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال كمايلي :

(1) - VIRGINIE COUDERT and MATHIEU GEX , **Can risk aversion indicators anticipate fi nancial crises?** Financial Stability Review № 9 , Banque de France , Paris , December 2006 , available at : 04/05/2010 http://www.independent.org/pdf/tir/tir_09_1_1_thornton.pdf

أ ـ بالنسبة لأسلوب ضبط تذبذب المؤشر اليومي للوضع المالي للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال (DFCI , developed a daily financial condition) المطبق على الإقتصاد الكوري : المؤشر اليومي للوضع المالي المقترح له أهمية كبيرة في الرصد اليومي لمستويات تقلب الأسواق المالية ، و من تم إصدار تحذيرات حول وقوع أزمات مالية ، و مع ذلك فهذا المؤشر يعتمد على متغيرات يومية ذات تردد عال فبذلك تظهر واحدة من مشاكل هذا المؤشر هو أنه كثير التدبدب لأنه يتعامل مع متغيرات يومية و هذا قد يظر بمصداقيته كمؤشر للإندار المبكر بالأزمات المالية ، بذلك وجد أن هناك ضرورة لتطويره ليعمل على مدى طويل (شهري أو فصلي) بالنسبة للمتغيرات الإقتصادية الأساسية ، حيث يتم ذلك عن طريق توليف أنواع مختلفة من البيانات في نفس الوقت بواسطة الشبكات العصبية ، و يتم إختبارها على مستوى السوق المالي[1].

كما توجد مشكلة ثانية لهذا المؤشر كون أنه في كثير من الأحيان يمكن الخلط بين إشارات الإندار المبكر الحقيقية بإنهيار أسواق رأس المال و إشارات التشويش فقط ، و مع ذلك فهذا المؤشر له فائدة لتتبع تطور الوضع المالي بأسواق المال و من تم يمكن تقيم الوضع المالي بهذه الأسواق و إتخاد الإجراءات المناسبة في الوقت المناسب.

ب ـ بالنسبة لأسلوب إستخدام نسب محاسبية فعالة حول الوضع المالي للشركات المدرجة للحصول على مؤشرات محاسبية قيادية تستخدم ضمن نظم للإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال : إذ بينت دراسة (وائل إبراهيم الراشد ، بدون سنة نشر)[2] ، التي طبقت بسوق رأس المال الكويتية ، ذلك بعد

---

(1) - KYONG Joo Oh and Others , op cit , p - p , 614 – 615 .

(2) – وائل إبراهيم الراشد ، مرجع سبق ذكره ، بتصرف .

إختبار فرضيات شملت كل من توقع مدى توافق متوسط النسب المحاسبية الخاصة بالشركات المساهمة المقيدة بسوق رأس المال خلال فترات الإستقرار المالي و فترات عدم الإستقرار المالي ، إذ شملت كذلك إختبار مدى توافق متوسطات النسب المحاسبية التى تحمل أعراض الأزمات المالية خلال فترات عدم الإستقرار المالي بهدف التحقق من مدى حساسية النسب المحاسبية للأزمات المالية نتيجة لوجود أعراض معينة بالشركات موضوع الدراسة بسبب تأثير الأزمات المالية على تلك الشركات و ليس كنتيجة للمسببات الخاصة بكل أزمة ، وجد أنه يمكن تصنيف الشركات المساهمة الكويتية إلى مجموعتين أساسيتين بإستخدام وسيط النسب المحاسبية الثلاث السابق إقتراحها بإعتبارها مؤشرات على مدى تعرض سوق رأس المال الكويتي لأزمات مالية، هاتين المجموعتين هما مجموعة من الشركات المساهمة التى تعاني بشدة من الأزمة المالية ، و أخرى من الشركات المساهمة التي لا تعاني من الأزمة المالية .

فقد أكدت هذه النتيجة دراسة تطبيقية (عبد السلام سعيد الغامدي ، أوت ٢٠٠٦)[1] بحثت بعمق في مدى تساوي معاملة المستثمرين للشركات ذات الآداء الجيد مع الشركات ذات الآداء غير الجيد ، خاصة أثناء فترات عدم الإستقرار المالي حيث يفترض أن تؤثر الأزمات المالية على سعر أصول الشركات الأفضل آداء بتأثير أقل مقارنة بتأثيرها على أصول الشركات ضعيفة

---

(1) – عبد السلام سعيد الغامدي ، أهمية الأداء المالي للشركة المساهمة في ظل إنهيار سوق الأسهم : دراسة تطبيقية على السوق المالية السعودية ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الندوة الحادية عشر حول تطوير المحاسبة " المعلومات و سوق الأوراق المالية " المنعقدة في جامعة الملك سعود ، الرياض ، ٥ ـ ٦ ديسمبر ٢٠٠٦ ، ص ١١، بحث متاح على الموقع التالي :
http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib/Forms/AllItems.aspx
23/04/2011

الآداء ، و وجدت أن المستثمرين يفرقون عند التراجع الحاد أو إنهيار أسواق رأس المال بين الشركات جيدة الآداء و الشركات ضعيفة الآداء .

ورغم أن هذا الأسلوب هو الأكثر شيوعا و الأفضل إلا أنه تجدر الإشارة كذلك إلى أن له بعض العيوب الأخرى يمكن إيجازها فيما يلي [1]:

- إن النسب المالية عبارة عن علاقة طردية بين بنود و أرصدة في يوم معين و هو تاريخ إقفال الميزانية العمومية ، و بالتالي لا تظهر التغيرات على مرور سنة .

- بعض النسب المالية تعالج إجماليات و هي غالبا ما تكون مظللة .

- إختلاف تصنيف بنود الميزانية العمومية يجعل من الممكن التوصل إلى نتائج مختلفة في التحليل ، فما يعتبره البعض أصولا متداولة قد يعتبره آخرون شبه ثابتة و العكس صحيح.

- إن النسب المالية لا تكون ذات فائدة ما لم يتم مقارنتها بنسب مرجعية للصناعة .

- إذا تم التحليل المالي بناءا على قائمتي الدخل و المركز المالي ، فإن هذا التحليل غالبا ما يكون قاصرا لعدم شمول تلك القوائم على كل البيانات الآزمة لمعرفة التفاصيل التى توضح حقيقة الأمور .

- إن التحليل بالنسب المالية عادة ما يغفل مشكلة التضخم .

---

(1) – محمد سامح جميل ، إعداد نمودج للتنبؤ بالفشل المالي : بالتطبيق على الشركات المصرية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة كلية التجارة قسم إدارة الأعمال ، القاهرة ، ٢٠١١ ، ص ـ ص ، ٦٢ ـ ٦٣

إلا أنه يمكن للباحث الإشارة في هذا الشأن ، أن بعض العيوب سالفة الذكر يمكن أن تتلاشى مع التقدم في تطبيق المعايير العالمية المحاسبية الموحدة ، و التقدم في تطبيق المعايير العالمية لحوكمة الشركات .

كما يرى الباحث بأن هذا الأسلوب غير فعال خصوصا بأسواق رأس المال الناشئة إذا كان عدم الإستقرار المالي ناتج عن تداعيات أزمات مالية بأسواق مالية أخرى ، ذلك لأنه نظرا لتأثر تقلبات معنويات أسواق رأس المال الناشئة (تقلبات توقعات المستثمرين الفاعلين فيها) ، على التقلبات في مؤشراتها العامة متأثرة بالأحداث الجارية بالأسواق المالية الإقليمية لها أو العالمية منها ، حيث أنه في كثير من الأحيان لا توجد إنهيارات حقيقية بأسواق رأس المال الناشئة إنما توجد تقلبات لمعنويات تلك الأسواق التى تؤثر على المؤشرات العامة ، إلا أنه هذا الأسلوب يكون فعال إذا كانت الأسباب الحقيقية لعدم الإستقرار المالي منشأها عن وضع الإقتصاد المحلي .

وفي هذا الإطار يمكن الإشارة لضرورة تطوير مؤشرات قيادية للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، عن طريق تركيبها من مؤشرات تبين الوضع الحقيقي للشركات المدرجة بأسواق رأس المال و مؤشرات تبين بدقة الوضع الإقتصادي الكلي للإقتصاد العاملة فيه تلك الشركات .

ج - بالنسبة لأسلوب إستخدام مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (risk aversion indicators) كمؤشرات للإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال : طبقت عدة دراسات هذا المنهج من أجل إختبار مدى قدرة مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال على توقع وقوع أزمات إنهيار أسواق رأس المال ، فإحدى الدراسات التطبيقية (Mathieu Gex and Virginie Coudert ، ٢٠٠٨)

[1] ، تعتبر مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر مؤشرات تجريبية تهدف إلى توفير إشارات حول تغير معنويات أسواق رأس المال تجاه المخاطر فقد تم الإختبار بهدف معرفة مدى ملائمة مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر الرئيسية ، على إفتراض إرتفاع درجة خوف المستثمرين من المخاطر في الفترة التي تسبق وقوع إنهيارات بأسواق رأس المال ، فقد أكدت نتائج الدراسة على أهمية هذه المؤشرات في توقع أزمات إنهيار أسواق رأس المال ، إلا أنه وجد أن أهمية هذه المؤشرات تبقى مرتفعة في الأشهر التى تلى وقوع تلك الأزمات ، أما فيما يتعلق بمدى قدرتها التنبؤية كانت النتائج جيدة بخصوص أزمات إنهيار أسواق رأس المال على غرار باقي الأنواع من الأزمات المالية كأزمات إنهيار سعر الصرف ، و وجدت الدراسة ضرورة لتحليل العنصر الرئيسي فى علاوات المخاطر للحصول على نتائج أفضل .

هذا و يمكن الإعتماد على هذا النهج لدراسة محددات تداعيات عدم الإستقرار المالي تجاه أسواق رأس المال المحلية ، خصوصا أسواق رأس المال العربية التى تدخل تغيرات معنويات الأسواق بشكل كبير في تغيرات المؤشرات العامة لهذه الأسواق وبذلك يمكن إتخاد سياسات مجدية للحصول على إستقرار أسواق رأس المال العربية فقد أكدت دراسة (٢٠٠٣، Martin Scheicher) [2] التى بحثت بهدف تحديد محددات تقلبات مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بسوق رأس المال الألماني ، إذ أكدت نتائجها على وجود

---

(1) - VIRGINIE COUDERT and MATHIEU GEX , **Does risk aversion drive financial crises ? Testing the predictive power of empirical indicators,** Journal of Empirical Finance № 15, 2008 , p , 182 , available online at : 07/06/2011 www.elsevier.com/locate/jempfin

(2) - MARTIN Scheicher , **What drives investor risk aversion? Daily evidence from the German equity market** , BIS Quarterly Review , June 2003 , p 73 , available at : 07/04/2010 http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0306g.pdf

روابط بين سوق رأس المال الألماني و سوق رأس المال بالولايات المتحدة الأمريكية ، تساهم تقلبات مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بالسوق الألمانية ، كما وجدت أيضا أن الهيكل الزمني لأسعار الفائدة الألمانية و سعر الصرف مقابل الدولار الأمريكي ، و تقلبات سوق رأس المال الأمريكي يساهم في زيادة مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بالسوق الألمانية ، وبذلك إستخلصت الدراسة أن هناك علاقة إرتباط بين تقلبات مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر في كلا السوقين ، و منه يمكن القول هناك تأثير كبير لحركة المعلومات على الصعيد الدولي على تقلبات مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر .

المبحث الثالث

إختبار مدى فعالية المنهج المقترح للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية

بناءاً على ما سبق تناوله في الفصلين السابقين بشكل عام و المبحثين الأول والثاني من هذا الفصل بشكل خاص لدراسة نظم الإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال من خلال تبيين آلية عملها و كيفية تقيمها و أهم المناهج المتبعة للتنبؤ المبكر بالأزمات المالية بصفة عامة ، و المناهج و المؤشرات التي إعتمدت عليها التجارب الدولية من أجل التنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال بصفة خاصة ، يحاول الباحث إقتراح منهجية التي يرى أنها مناسبة للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية ، و يحاول الإعتماد على أساليب الإقتصاد القياسى الملائمة Econometrics من أجل إختبار مدى فاعليتها في تحقيق أهدافها .

إذ يعتبر الإقتصاد القياسى محصلة لثلاثة فروع من المعرفة ، هي الإحصاء و النظرية الإقتصادية و الإقتصاد الرياضى ، أما عن الإحصاء فيمدنا بأساليب القياس مثل الإرتباط و الإنحدار كما يمدنا بطرق القياس بالإضافة إلى البيانات الواقعية المبوبة التى تستخدم فى عملية القياس (الإحصاء الإقتصادى) ، أما بالنسبة للنظرية الإقتصادية فهى من يحدد العلاقات الإقتصادية المراد قياسها من خلال الفروض المفسرة التى تقدمها ، و فيما يتعلق بالإقتصاد الرياضي فهو يصيغ لنا هذه العلاقات النظرية فى صورة معادلات رياضية قابلة للقياس [1] .

---

(1) – عبد القادر محمد عبد القادر عطيه ، الحديث فى الإقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤ .

فقد تضاعف إهتمام الباحثين بعلم الإقتصاد القياسى خلال العقود الأخيرة ، مع تطور توافر الإحصاءات الإقتصادية لكافة المتغيرات الإقتصادية و لفترات و لسلاسل زمنية ممتدة الأمر الذى وفر المادة الأولية للبحث ، و مع التقدم فى التقنية و إستخدام أجهزة الحاسب الآلى ، فقد أصبحت إمكانية تقدير نمودج ممكن يحتوى على عدد كبير من المتغيرات و عدد كبير من المعادلات ، و إختبار صلاحية و جودة هذا النموذج و مدى ملائمته للواقع المعقد ، فبالرغم من أهمية النموذج القياسى البسيط ، لإدراك الواقع و إختبار النظرية و التأكد من صحتها ، إلا أن هذه البساطة قد تقود إلى عدم واقعية النمودج ، و هذا ما يؤشر إلى عدم واقعية الفروض التى بني عليها النمودج ، أو إلى عدم أخد متغيرات أخرى أساسية فى الإعتبار عند تقديره [1].

لتغلب على هذا إعتمد الباحثون على البدء بتقدير النماذج الإقتصادية القياسية البسيطة تكون من معادلة إنحدار خطى بسيط ، لوضع الإطار العام للنمودج المستهدف ليتم بناء نموذج إقتصاد قياسى متعدد يكون من معادلة إنحدار خطى متعدد ، يأخد بعين الإعتبار المتغيرات الإقتصادية الأخرى التى قد يكون لها تأثير على النمودج ، حيث يتم تقدير النمودج القياسى من خلال تحديد النمودج الرياضى المناسب لتمثيل العلاقة أو العلاقات القائمة بين المتغيرات المدروسة ، و يستدعى ذلك وضع فروض النظرية الإقتصادية فى نمودج إقتصاد قياسى ثم تقدير معاملات (ثوابت) النمودج الرياضى المطبق بالإعتماد على جمع الإحصاءات الإقتصادية حول الظاهرة المراد دراستها ،

---

(1) – نواف محمود محمد ابو شمالة ، إنعكاسات السياسات الإقتصادية الإسرائيلية على الإقتصاد الفلسطيني للفترة ١٩٨٠-٢٠٠٦ ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، معهد البحوث و الدراسات العربية ، القاهرة ، ٢٠١٠ ، ص-ص ، .

إنتهاءا بإستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة لتقدير معالم النمـوذج الـذى تـم الإستقرار عليه لتمثيل العلاقات بين المتغيرات ، فالباحث فى دراسته هـذه نظـرا لصعوبة هذه العملية إعتمد على أحد النماذج المطبقة من أجل إختبار مدى قدرة بعض المتغيرات فى تفسير وقـوع أزمـات إنهيـار أسـواق رأس المـال يمكـن تبيـين ذلك كالآتى :

اولا- إقتراح منهجية للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية :

من خلال دراسة الباحث لأهم التجارب الدولية التي هـدفت للتنبـؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال، إستطاع تقييم تلـك التجـارب و مـدى ملائمتها للتنبـؤ المبكـر بأزمـات إنهيـار أسـواق رأس المـال العربيـة ، وبنـاء عليـه حاول إقتراح منهجية تتناسب مع طبيعة أسواق رأس المال العربية و يمكن بيان ذلك كما يلي :

١ - تحديد المنهجية المقترحة للتنبؤ بأزمات إنهيـار أسـواق رأس المـال العربيـة : يـرى الباحـث أن منهجيـة الإعـتماد عـلى مـؤشرات خـوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المـال هـي الأنـسب للتنبـؤ المبكـر بأزمـات إنهيار أسواق رأس المال على مستوى الإقتصادات العربية .

٢ - مبررات إختيار منهجية الإعتماد على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية : في الحقيقة و كما تم تبيين أهم التجارب الدولية للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية ، يمكن القول بأن أسلوب ضبط تذبذب المؤشر اليومي للوضع المالي للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال , DFCI) (developed a daily financial condition ، يتطلب إمكانات بحثية هامة أساسها وجود بيانات جيدة منشورة بصفة منتظمة يومية دورية ، و هذا يبدو صعب لدى أسواق المال العربية ، فيمكن تطويره ليتم ضبط تذبذب هذا

المؤشر بصفة فصلية ، هذا من جهة و من جهة ثانية يمكن الإشارة لتأثر تقلبات معنويات أسواق رأس المال العربية ، على التقلبات في مؤشراتها العامة متأثرة بالأحداث الجارية بالأسواق المالية الإقليمية منها أو العالمية ، حيث أنه في كثير من الأحيان لا توجد إنهيارات حقيقية بأسواق رأس المال العربية إنما توجد تقلبات لمعنويات تلك الأسواق التى تؤثر على المؤشرات العامة ، يمكن تفسير ذلك بعدم كفاءة أسواق رأس المال العربية لمواجهة الآثار الخارجية لها و يمكن إرجاع ذلك لعدم تطور البنية الأساسية و التنظيمية لأسواق رأس المال العربية ، هذا كفيل للقول بأن تغيرات مؤشرات أسواق رأس المال العربية لا تزال ضعيفة لتبيين الواقع الإقتصادي الحقيقي لدى الإقتصادات العربية لنقص كفاءتها .

كما أن أسلوب إستخدام نسب محاسبية فعالة حول الوضع المالي للشركات المدرجة للحصول على مؤشرات محاسبية قيادية تستخدم ضمن نظم للإندار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، يبدو أنها كذلك ليست جديرة للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية ، ذلك لضعف كفاءة أسواق رأس المال العربية و أن تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال العربية ، فالإعتماد عليها كمدخلات لبناء نماذج للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية بعيد و لايمكن إعتماد هذا الأسلوب كذلك للسبب نفسه الذي سبق الإشارة له أعلاه ، و المتمثل في قضية تأثر تقلبات معنويات أسواق رأس المال العربية ، على التقلبات في مؤشراتها العامة متأثرة بالأحداث الجارية بالأسواق المالية الإقليمية منها أو العالمية ، بذلك المعلومات المحاسبية المبينة للوضع الحقيقي للشركات المدرجة بأسواق رأس المال ليست كفيلة للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية .

ومنه يمكن القول لعل مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر تكتسب أهمية في التنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية ، كون أنها

تعتمد أساسا على المحصلة النهائية لوضع تلك الأسواق و المتمثلة في المؤشرات العامة لأسواق رأس المال.

ثانيا. التوصيف النظري للإطار التطبيقي :

يتطلب توصيف الإطار القياسي و التحليلي تحديد المتغيرات محل الدراسة و التي تساعد في إختيار عينة الدول و فترة التقدير .

١ . **تحديد المتغيرات** : يجب التفرقة بين نوعين من المتغيرات و هما ، المتغيرات الأساسية ، و هي التى يتم تحديدها في ضوء فرضية وهدف الدراسة ، و المتغيرات التى إستخدمتها أهم التجارب الدولية في مجال التنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، و من تـم المتغيرات التـى إعتمـد عليهـا الأسلوب المقترح من طرف الباحث للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربيـة ، وفي هذا السياق تتمثل الفرضية الأساسية التى تستهدف الدراسة إختبارها فى :

" أن أسلوب الإعتماد على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر (risk aversion indicators) بأسواق رأس المال ، كفيل بالتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية " .

وقد تم وضع هذه الفرضية الأساسية إستنادا على نتائج دراسات تجريبية إستخدمت نفس المنهجية فى الدراسة و طبقت على مجموعة من الإقتصادات الناشئة و أخرى متقدمة ، و كانت تلك النتائج جيدة أي أن أسلوب الإعتماد على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال كفيل بالتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال .

من هذه الفرضية الأساسية تنبثق الفرضيات الفرعية التالية :

- أن مؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال محل الدراسة) **VIX , volatility index (** ، كفيل بالتنبؤ المبكر بأزمات إنهيارها (يمكن

مراجعة مفهوم هذا المؤشر كما تم تبيينه سابقا) .

ـ أن المؤشر الإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال محل الدراسة (**GRAI , global risk aversion index**) ، كفيل للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار هذه الأسواق (يمكن مراجعة مفهوم هذا المؤشر كما تم تبيينه سابقا) .

إستنادا إلى ما سبق يتضح أن المتغيرات التي يتم إستخدامها في الدراسة متمثلة أساسا في مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال و هي :

ـ مؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال محل الدراسة (**VIX، volatility index**) .

ـ المؤشر الإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال محل الدراسة(**GRAI , global risk aversion index**) .

لكن يمكن الإشارة أنه نظرا لعدم توفر بيانات دورية منتظمة ، خصوصا الخاصة بالإقتصادات العربية ، و الخاصة بدراسة بعض مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر و من الأمثلة على ذلك **and credit and** **(LCVI , liquidity volatility index)** وهو مؤشر مركب لخوف المستثمرين من المخاطر ، مركب من مؤشر السيولة و مؤشر الإئتمان و مؤشر تقلب المؤشرات العامة لأسواق رأس المال ، فيتعدرإستخدامه في أسلوب الدراسة التطبيقية .

٢ ـ تحديد عينة أسواق رأس المال و فترة التقدير : بعد تحديد متغيرات النمودج ، فلا بد من تحديد عينة أسواق رأس المال المستخدة في التقدير ، و يتم إختيار هذه العينة في ضوء الهدف من إختبار فرضية الدراسة ، و

في هذا الشأن يتمثل هدف الدراسة في محاولة التوصل إلى معرفة مدى إمكانية الإعتماد على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال العربية كمؤشرات للإنذار المبكر بأزمات إنهيارها ، للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربي ، فقد تم إختيار كعينة للدراسة ستة أسواق رأس مال عربية ، ذلك كون أنها منظمة لقاعدة بيانات أسواق رأس المال العربية التابعة لصندوق النقد العربى مند سنة ٢٠٠١ ، كذلك على أساس معيار درجة المخاطرة ، ذلك بعد إختبار درجة المخاطرة (بمقارنة درجة المخاطرة فيما بين أسواق رأس المال العربية و أسواق رأس مال أخرى غير عربية تابعة لإقتصادات أسواق متقدمة و أخرى تابعة لإقتصادات أسواق ناشئة) راجع الفرع الرابع من المبحث الثالث في الفصل الأول من الدراسة ـ و هي كمايلي :

ـ **الأكثر مخاطرة** : الكويت ، السعودية ، المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للأسواق رأس المال العربية .

ـ **الأقل مخاطرة** : البحرين ، المغرب .

ـ **متوسطة المخاطرة** : مصر ، بيروت .

إذ و جد الباحث ضرورة للمقارنة ، فتم التقدير كذلك على مستوى سوق رأس مال غير عربي تابع لإقتصادات أسواق ناشئة ، و تمثل في سوق رأس مال تركيا ، و تم التقدير كذلك على مستوى سوق رأس مال غير عربي تابع لإقتصادات الأسواق المتقدمة و هو سوق رأس المال الأمريكي .

أما عن فترة التحليل و التقدير الكمي ، فهى (فبراير ٢٠٠٤ ـ ديسمبر ٢٠٠٨) و ذلك لأن التقدير كان على أساس سلسلة بيانية للمؤشرات المدروسة و يتم حساب هذه المؤشرات إعتمادا على بيانات فى الفترة (يناير ٢٠٠١ـ ديسمبر٢٠٠٨) ، حيث أنه تم الإعتماد على هذه الفترة بالذات لتوفر البيانات المطلوبة للدراسة خصوصا لغرض المقارنة كون أن البيانات المطلوبة لتطبيق

الدراسة على السوقين الغير عربيين كما تم الإعتماد عليها كونها شاملة لمرحلة عدم الإستقرار المالي التي عانت منها الغالبية من أسواق رأس المال محل الدراسة و قد حدثت أزمة إنهيار لأسواق رأس المال المدروسة في شهر سبتمبر سنة ٢٠٠٨ كما تمت الدراسة إنطلاقا من سنة ٢٠٠١ ذلك لأن بعض أسواق رأس المال العربية لم تنضم لقاعدة بيانات أسواق رأس المال العربية التابعة لصندوق النقد العربى قبل سنة ٢٠٠١ و هذا بغرض الإعتماد على بيانات تمت عن طريق منهجية موحدة فى الحساب ، كذلك أن البعض منها لم ينشأ أصلا ، كما أن هذه الفترة شملت وقوع أزمة مالية عرفت بأزمة الرهون العقارية بأسواق المال الأمريكية و إنتشار تداعياتها إلى أغلبية أسواق رأس المال محل الدراسة و إنهارت مؤشراتها العامة بصورة سريعة وكانت فى أوجها فى سبتمبر ٢٠٠٨ ، حيث إنطبق عليها تعريف أزمات إنهيار أسواق رأس المال الذي بني على أساسه نمودج التقدير المعتمد عليه في الدراسة حيث نبين ذلك لاحقا في بقية الدراسة و قد كان تعريف أزمات إنهيار أسواق رأس المال القائم عليه بنمودج التقدير : " أن يقع إنخفاض كبير و سريع في فترة قصيرة للمؤشرات العامة لأسواق رأس المال ، أي يكون تقلب غير طبيعى للمؤشرات العامة لأسواق رأس المال في فترة قصيرة نحو الأسوأ " .

ثالثا. التقدير الكمي لنموذج الدراسة وتفسير النتائج :

١ ـ توصيف النموذج المعتمد عليه في الدراسة :فى الحقيقة تحاول الدراسة إختبار مدى العلاقة بين مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال و أزمات إنهيار هته الأسواق ، أي أن هته الأزمات إما أن تحدث أولا تحدث فى هذه الحالة يتبين لنا أن المتغير التابع صورى ثنائى لأنه (فى هذه الحالة إما يأخد المتغير التابع قيمتين أي فى حالة عدم وقوع الأزمات المالية يكون إحتماله القيمة صفر ، أو يأخد قيمة الإحتمال الأكيد أى القيمة ١ فى حالة وقوع الأزمات المالية) ، ذلك بدلالة تغير قيمة أحد مؤشرات خوف

المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال و منه يمكن توصيف هذه العلاقة إحصائيا فى نموذج الإحتمال الخطى التالى :

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\alpha_0 + \alpha_{n+1}\lambda_t)$$ ....(١)

فالمتغير التابع هو متغير صورى (ثنائى) (حدوث أزمات إنهيار أسواق رأس المال من عدمه) و تفسير ذلك بدلالة أحد أو مجموعة من المتغيرات المستقلة الكمية (أحد أو مجموعة من مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال) ، وجد أن فى هذه الحالة من بين النماذج التى تستخدم فى تقدير علاقة المتغير التابع (الثنائى) بدلالة المتغيرات المستقلة الكمية الأخرى و هى[٢]:

- نموذج الإحتمال الخطى the linear probability model (LPM) .
- نموذج الإنحدار اللوجستى logit model .
- نموذج بروبيت probit model .
- نموذج ثوبيت tobit model .

حيث يعتمد الباحث فى هته الدراسة لتقدير العلاقة بين وقوع الأزمات المالية بدلالة أحد مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال ، على أسلوب نموذج الإنحدار اللوجستى ، و أسلوب الإنحدار

---

(1) - VIRGINIE COUDERT and MATHIEU GEX , **Can risk aversion indicators anticipate fi nancial crises?** op cit , p 76 .

(2) – لمزيد من التفصيل راجع : عبد القادر محمد عبد القادر عطيه ، الحديث فى الإقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق ، مرجع سبق ذكره ، ص – ص ، ٣٧٢ – ٣٨٩.

اللوجستى (logistic regression) هو أسلوب إحصائى لفحص العلاقة بين المتغير التابع ذى المستوى الصورى و متغير واحد أو أكثر من المتغيرات مصاحبة أو متغيرات مفسرة ، بحيث تكون تلك المتغيرات المستقلة من أي نوع من مستويات القياس ، أما فى هذه الدراسة فيقصد بتحليل الإنحدار اللوجستى الأسلوب الإحصائى المستخدم لفحص و توفيق العلاقة بين المتغير التابع ثنائى القيمة و متغير مستقل واحد مستقل هو أحد مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر (مؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال VIX أو المؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال **GRAI**) اللذين إقتصرت عليهما الدراسة ، يسمى التحليل فى هذه الحالة بتحليل الإنحدار اللوجستى الثنائى Binary logistic regression ، ويمكن تبيين مايلى :

- $Pr(I_{it} = 1)$ هو إحتمال حدوث الأزمات المالية بأسواق رأس المال أي أن المتغير التابع فى حالة الإنحدار اللوجستى ليس هو المتغير التابع الثنائى الأصلى و الذى يرمز له بالرمز y فى حالة الإنحدار الخطى ، و إنما هو لوغاريتم معامل الترجيح بأن تكون قيمة المتغير التابع (I) تساوى الواحد الصحيح (I=1) .

- α_{n+1} يسمى معامل اللوجت أو معامل الإنحدار اللوجستى و هو يقابل المعلمة المتغيرة فى الإنحدار الخطى ، و يستخدم هذا المعامل فى الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح بأن يكون المتغير التابع يساوى الواحد الصحيح لكل وحدة تغير فى المتغير المستقل (متغيرات خوف المستثمرين من المخاطر) .

- أما α_0 هو المعلمة الثابتة للنموذج ، و تمثل مقدار لوغاريتم معامل

الترجيح بأن يكون المتغير التابع يساوى الواحد الصحيح عندما يكون تأثير مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر معدوم .

٢ـ تقدير النمودج و تحليل النتائج : تم تقدير النمودج بالتطبيق على مجموعة أسواق رأس المال المصنفة سابقا بالفصل التطبيقى حسب درجة تقدمها و درجة المخاطر بها ، إذ يمكن أن يشير الباحث إلى أن الدراسة إعتمدت على بيانات شهرية لمؤشرات أسواق المال المدروسة خلال الفترة (يناير ٢٠٠١ ـ ديسمبر ٢٠٠٨) فى حساب معدل العائد الشهرى لهذه الأسواق ليتم الإعتماد على هذه الأخيرة فى حساب كل من المؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (GRAI) و مؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال (VIX) خلال الفترة (فبراير ٢٠٠٤ـ ديسمبر ٢٠٠٨) ليتم بعدها معالجة تلك البيانات بالإعتماد على برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الإجتماعية **SPSS** حيث يمكن عرض النتائج التى تتطلبها الدراسة و تحليلها كمايلى :

أ ـ نتائج التقدير و الإختبار الإحصائى بالنسبة لأسواق رأس المال العربية الأكثر مخاطرة (أسواق رأس المال العربية مجتمعة ، الكويت السعودية) وتحليلها: نتائج تقدير نمودج الدراسة الذى يفسر وقوع أزمات إنهيار أسواق رأس المال عن طريق مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بها فى الفترة (فبراير ٢٠٠٤ ـ ديسمبر ٢٠٠٨) كانت كالآتى:

- **بالنسبة للمؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر لأسواق رأس المال العربية مجمعة (GRAI) :**

$$Pr(dl_t = 1) = f(0.989 + -0.037 \lambda_t) _____ \quad (1)$$

- Wald (9.247) (0.006) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = ٦٦.٤٧ % , **Chi-Square** = ١٠.٤٠٦ .

- -2 Log Likelihood Final % = ٥٦.٠٧ % , **Chi-Square** = ٠.٠٠٦.

- Pseudo R^2 = 00.00 , crises predicted correctly = 0% .

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (١) بأن معامل اللوجت يساوى (-٠.٣٧) فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال العربية تقل بمقدار ٠.٠٣٧ كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال العربية يساوى ٠.٩٨٩ ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) التى تختبر الدلالة الإحصائية لمعلمات النموذج الإحصائى تبين عدم معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار أسواق رأس المال العربية ، فى حين معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية عند إنعدام تأثير GRAI .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس المال العربية ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط تبين أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI ، تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI لا يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد

الثابت فقط دون مؤشرات GRAI و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية .

• **بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشر العام لأسواق رأس المال العربية مجمعة (VIX):**

$$Pr(I_{j,t} = 1) = f(\ 0.653 + 46.98\lambda_t) \quad (2)$$

- Wald (2.735) (1.32) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 12.88 % , Chi-Square =2.77 .

- -2 Log Likelihood Final % = 12.58 % , Chi-Square =2.47 .

- Pseudo R^2= 0.073 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (٢) بأن معامل اللوجت يساوى 46.98 فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال العربية تزداد بمقدار 46.98 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال العربية يساوى 0.653 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين عدم معنوية معلمات نموذج الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار أسواق رأس المال العربية .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس المال العربية ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما

إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النموذج الذى يشمل ثابث الإنحدار فقط ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة 7.3٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابث فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية .

- **<u>بالنسبة للمؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر لسوق رأس مال السعودية (GRAI):</u>**

$$Pr(I_{it} = 1) = f(0.99 + 0.009\lambda_{it}) \quad (3)$$

- Wald (9.283) (0) .
- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 65.13 % , Chi-Square =10.45 .
- -2 Log Likelihood Final % = 54.68 % , Chi-Square =00
- Pseudo R^2= 00 , crises predicted correctly = 0 % .

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (٣) بأن معامل اللوجت يساوى 0.009 فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال السعودية تزداد بمقدار 0.009 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال السعودية يساوى 0.99 ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال السعودية فى حين عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال السعودية عند إنعدام تأثير GRAI.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2 Log Likelihood- أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال السعودى ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط تبين أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI تبين أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI لا يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات GRAI ، و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال السعودية .

- بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشر العام لسو ق رأس مال السعودية :(VIX)

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\quad 1.298 \pm \quad -151.73 \quad \lambda_t)$$
______ (4)

- Wald (7.881) (0.998) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 26.34 % , **Chi-Square** =9.102 .

- -2 Log Likelihood Final % = 18.22 % , **Chi-Square** = 0.98.

- Pseudo R^2= 0.029 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (٤) بأن معامل اللوجت يساوى 151.73- فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال السعودية تقل بمقدار 151.73 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال السعودية يساوى 1.298 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال السعودية فى حين عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال السعودية عند إنعدام تأثير VIX .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2 Log Likelihood- أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال السعودية ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة ٢.٩٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال السعودية .

- **<u>بالنسبة للمؤشر الإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بسو ق رأس مال الكويت(GRAI) :</u>**

$$Pr(I_{l,t}=1)=f(0.952+ -0.915\lambda_t) ____ (5)$$

- Wald (7.803) (3.85) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 60.65 % , **Chi-Square** =8.62 .

- -2 Log Likelihood Final % = 56.072 % , **Chi-Square** =4.05 .

- Pseudo R^2= 0.117 , crises predicted correctly = 0% .

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (٥) بأن معامل اللوجت يساوى - 0.915 فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال الكويتى تقل بمقدار 0.915 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال الكويتى يساوى 0.952 ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال الكويتى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال الكويتى عند إنعدام تأثير GRAI.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال الكويتى ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط تبين أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI تبين أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات GRAI بنسبة ١١.٧٪ ، و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح

بأزمات إنهيار سوق رأس مال الكويتى .

- **<u>بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشرات العامة بسوق رأس مال الكويت : (VIX)</u>**

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\quad 0.568 + \quad 322.35 \lambda_t) \text{ ———— } (6)$$

- Wald (2.408) (1.137) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 13.57 % , **Chi-Square** =2.40 .

- -2 Log Likelihood Final % = 17.48 % , **Chi-Square** =6.31 .

- Pseudo R^2= 0.17 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (٦) بأن معامل اللوجت يساوى 322.35 فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال الكويت تزيد بمقدار 322.35 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال الكويت يساوى 0.568 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين عدم معنوية معلمات نموذج الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس مال الكويت .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أكبر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX ليس له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال الكويت ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن

النموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أن هذا المؤشر لا يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة $Pseudo\ R^2$ أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة ١٧٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال الكويت .

ب ـ نتائج التقدير و الإختبار الإحصائى بالنسبة لأسواق رأس المال العربية الأقل مخاطرة (البحرين المغرب) وتفسيرها :

- **بالنسبة للمؤشر الإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال البحرين (GRAI):**

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(0.92 + 0.536\ \lambda_t) \quad (7)$$

- Wald (7.716) (1.386) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 63.07 % , Chi-Square = 8.4 .

- -2 Log Likelihood Final % = 56.07 % , Chi-Square = 1.4.

- Pseudo R^2= 0.04 , crises predicted correctly = 0% .

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (٧) بأن معامل اللوجت يساوى 0.536 فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال البحرين تزداد بمقدار 0.536 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال البحرين يساوى 0.92 ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال البحرينى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح

بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال البحرينى عند إنعدام تأثير GRAI.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نمودج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أصغر من نظيرتها فى النمودج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال البحرينى ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النمودج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النمودج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط تبين أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنمودج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI تبين أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنمودج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نمودج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنمودج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات GRAI بنسبة ٤٪ ، و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال البحرينى .

- <u>بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال البحرين (VIX):</u>

$$Pr(I_{i,t}=1)=f(\ 1.036 + -34.29\ \lambda_t) \quad (8)$$

- Wald (8.716) (0.135) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 16.09 % , **Chi-Square** = 9.92.

- -2 Log Likelihood Final % = 6.30 % , **Chi-Square** = 0.131.

- Pseudo R^2= 0.004 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النمودج (8) بأن معامل اللوجت يساوى 34.29- فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال

البحرين تقل بمقدار 34.29 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال البحرين يساوى 1.036 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال البحرينى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال البحرينى عند إنعدام تأثير VIX.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2 Log Likelihood- أقل من نظيرتها فى النموذج الخام من ذلك يمكن إستنباط أن VIX له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال الكويت ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة ٤.٠٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال الكويت .

- <u>بالنسبة للمؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطربسوق رأس مال المغرب (GRAI):</u>

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\ 0.977 + -1.02\lambda_t) \quad (9)$$

- Wald (8.005) (4.333) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 60.32 % , **Chi-Square** = 8.99.

- -2 Log Likelihood Final % = 56.07 % , **Chi-Square** = 4.47.

- Pseudo R^2= 0.13 , crises predicted correctly = 4.16% .

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (٩) بأن معامل اللوجت يساوى - 1.02 فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال المغربى تقل بمقدار 1.02 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال المغربى يساوى 0.977 ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين عدم معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال المغربى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال المغربى عند إنعدام تأثير GRAI.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2 Log Likelihood- أصغر من نظيرتها فى النمودج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال المغربى ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النمودج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النمودج الذى يشمل ثابث الإنحدار فقط تبين أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنمودج الذى يشمل ثابث الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI تبين أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنمودج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نمودج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنمودج الذى يتضمن حد الثابث فقط دون مؤشرات GRAI بنسبة ١٣٪ ، و أن مؤشرات GRAI تسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال المغربى بنسبة 4.16 %.

• <u>بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشرات العامة بسوق رأس مال المغرب</u> <u>: (VIX)</u>

$$Pr(I_{it}=1)=f(\quad 0.455+\ 1087\ \lambda_t) \qquad ____(10)$$

- Wald (1.479) (2.475) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 8.10 % , **Chi-Square** = 1.51.

- -2 Log Likelihood Final % = 14.18 % , **Chi-Square** = 7.59.

- Pseudo R^2= 0.21 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النمودج (١٠) بأن معامل اللوجت يساوى 1087 فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال المغرب تزيد بمقدار 1087 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال المغربى يساوى 0.455 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين تبين عدم معنوية معلمات النمودج .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نمودج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أكبر من نظيرتها فى النمودج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX ليس له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال المغرب ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النمودج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النمودج الذى يشمل ثابث الإنحدار فقط أن هذا المؤشر لا يحقق تحسن معنوى للنمودج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نمودج الإنحدار اللوجستى

المتضمن VIX يسهم بنسبة ٢١٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال المغرب .

ج ـ نتائج التقدير و الإختبار الإحصائي بالنسبة لأسواق رأس المال العربية متوسطة المخاطرة (لبنان ، مصر) وتفسيرها :

- **بالنسبة للمؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بسوق رأس مال لبنان (GRAI) :**

$$Pr(I_{i,t}=1)=f(\ 1.138\ +\ -0.395\lambda_t)$$ ______ (11)

- Wald (8.621) (0.639) .
- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 64.68 % , Chi-Square = 10.67.
- -2 Log Likelihood Final % = 54.68 % , Chi-Square = 0.67.
- Pseudo R^2= 0.02 , crises predicted correctly = 0% .

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (١١) بأن معامل اللوجت يساوى 0.395- فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال اللبنانى تقل بمقدار 0.395 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال اللبنانى يساوى 1.138ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال اللبنانى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال اللبنانى عند إنعدام تأثير GRAI.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2 Log Likelihood- أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال اللبنانى ، كما أن قيمة Chi-Square تبين أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات GRAI بنسبة ٢ ٪ و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال اللبنانى .

- **بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشرات العامة بسوق رأس مال لبنان : (VIX)**

$$Pr(I_{l,t} = 1) = f(\quad 0.439 + \quad 588.26 \quad \lambda_t) \qquad \text{______} (12)$$

- Wald (1.118) (2.447) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 13.79 % , **Chi-Square** = 1.13.

- -2 Log Likelihood Final % = 17.4 % , **Chi-Square** = 4.73.

- Pseudo R^2= 0.13 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (١٢) بأن معامل اللوجت يساوى 588.26 فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال لبنان تزيد بمقدار 588.26 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة

، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال لبنان يساوى 0.439 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين عدم معنوية معلمات نموذج الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس مال لبنان .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أكبر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX ليس له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال لبنان ، كما أن قيمة Chi-Square هنا لإختبار ما إذا كان النموذج الشامل على GRAI يعطى تحسن معنوى عن النموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أن هذا المؤشر لا يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة $Pseudo\ R^2$ أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة 13٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال لبنان .

- <u>بالنسبة للمؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بسوق رأس المال المصرى (GRAI) :</u>

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\ {}_{0.985} + {}_{-0.471}\lambda_t) \quad (13)$$

- Wald (8.95) (1.107).

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 65.00 % , Chi-Square = 10.06.

- -2 Log Likelihood Final % = 56.07 % , Chi-Square = 1.12.

- Pseudo R^2= 0.034 , crises predicted correctly =

0%.

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (١٣) بأن معامل اللوجت يساوى 0.471- فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال المصرى تقل بمقدار 0.471 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال المصرى يساوى 0.985 ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال المصرى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال الكويتى عند إنعدام تأثير GRAI.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال المصرى ، كما أن قيمة Chi-Square تبين أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات GRAI بنسبة 3.4٪ و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال المصرى .

- **بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشرات العامة لسوق رأس المال المصرى : (VIX)**

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\; 0.614 + 332.5 \lambda_t) \quad (14)$$

- Wald (2.321) (1.604).
- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 15.7 % , Chi-Square = 2.35.
- -2 Log Likelihood Final % = 15.79 % , Chi-Square = 2.44 .
- Pseudo R^2= 0.07 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (١٤) بأن معامل اللوجت يساوى 332.5 فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال المصرى تزيد بمقدار 332.5 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال المصرى يساوى 0.614 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين عدم معنويةِ معلمات نموذج الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس مال مصر .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2 Log Likelihood- أكبر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX ليس له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال مصر ، كما أن قيمة Chi-Square أن هذا المؤشر لا يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة ٧٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات

VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال مصر .

د . نتائج التقدير و الإختبار الإحصائى بالنسبة لسو ق رأس المال الأمريكي التابع للإقتصادات أسواق متقدمة وتفسيرها :

- **بالنسبة للمؤشرالإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (GRAI) :**

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\; 1.035 + -0.122 \lambda_t)$$

(15)

- Wald (7.369) (0.054) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 64.58 % , **Chi-Square** = 8.56.

- -2 Log Likelihood Final % = 56.07 % , **Chi-Square** = 0.055.

- Pseudo R^2= 0.002 , crises predicted correctly = 0%.

تظهر النتائج التجريبية فى النمودج (15) بأن معامل اللوجت يساوى 0.122- فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال الأمريكى تقل بمقدار 0.122 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال الكويتى يساوى 1.035 ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين عدم معنوية معلمات النمودج.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نمودج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أصغر من نظيرتها فى النمودج الخام من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال الأمريكى ، كما أن قيمة Chi-Square تبين أن هذا

المؤشر يحقق تحسن معنوى للنمودج ، و تبين قيمة إحصاءة $Pseudo\ R^2$ أن نمودج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI يسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنمودج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات GRAI بنسبة ٠.٢٪ ، و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال الأمريكى .

بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال (VIX) :

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\ 1.642 + -2201\ \lambda_t) \quad (16)$$

- Wald (13.557) (8.192) .
- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 24.79 % , Chi-Square = 18.49.
- -2 Log Likelihood Final % = 15.15 % , Chi-Square = 8.85.
- Pseudo R2= 0.24 , crises predicted correctly = 0% .

كما تظهر النتائج التجريبية فى النمودج (١٦) بأن معامل اللوجت يساوى 2201- فهدا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال أمريكا تقل بمقدار 2201 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال أمريكا يساوى 1.642 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال الأمريكى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال الأمريكى عند إنعدام تأثير VIX .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية Log Likelihood 2- أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال أمريكا ، كما أن قيمة Chi-Square تبين أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة ٢٤٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال أمريكا .

ه - نتائج التقدير و الإختبار الإحصائى بالنسبة لسو ق رأس المال التركي التابع للإقتصادات الأسواق الناشئة وتفسيرها :

- **بالنسبة للمؤشر الإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال (GRAI) :**

$$Pr(I_{i,t} = 1) = f(\; 0.993 \; + \; -.013 \; \lambda_t) \quad (17)$$

- Wald (8.436) (0.001) .

- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 65.61 % , Chi-Square = 9.54.

- -2 Log Likelihood Final % = 56.07 % , Chi-Square = 0.001.

- Pseudo R2= 00.00 , crises predicted correctly = 0%.

تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (١٧) بأن معامل اللوجت يساوى 013.- فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس المال التركى تقل بمقدار 0.013 كلما زادت قيمة GRAI بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس المال التركى يساوى 0.993ذلك عند إبعاد تأثير GRAI ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال التركى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال التركى عند إنعدام تأثير GRAI.

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2 Log Likelihood- أصغر من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن GRAI له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار سوق رأس المال التركى ، كما أن قيمة Chi-Square أن GRAI يحقق تحسن معنوى للنموذج الذى يشمل ثابت الإنحدار فقط أي فى حالة إستبعاد تأثير GRAI تبين أن هذا المؤشر يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نموذج الإنحدار اللوجستى المتضمن GRAI لايسهم فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابت فقط دون مؤشرات GRAI ، و أن مؤشرات GRAI لاتسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال التركى .

بالنسبة لمؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال (VIX) :

$$Pr(I_{j,t} = 1) = f(\ _{1.156} + \ _{-2.534}\lambda_t) \quad (18)$$

- Wald (10.189 (1.53).
- -2 Log Likelihood Intercept Only % = 47.99 %

, Chi-Square = 11.94.

- -2 Log Likelihood Final % = 37.53 % , Chi-Square = 1.48.

- Pseudo R2= 0.04 , crises predicted correctly = ٠.١٤٥ %.

كما تظهر النتائج التجريبية فى النموذج (١٨) بأن معامل اللوجت يساوى 2.534- فهذا يعنى أن قيمة لوغاريتم ترجيح وقوع إنهيار سوق رأس مال التركى تقل بمقدار 2.534 كلما زادت قيمة VIX بمقدار درجة واحدة ، كما أن مقدار معامل ترجيح وقوع إنهيار أسواق رأس مال تركيا يساوى 1.156 ذلك عند إبعاد تأثير VIX ، إلا أن إحصاءة والد (wald) تبين معنوية معامل الإنحدار اللوجستى لتقدير لوغاريتم معامل الترجيح لإحتمال وقوع إنهيار سوق رأس المال التركى و عدم معنوية مقدار معامل الترجيح بحدوث أزمات إنهيار سوق رأس المال التركى عند إنعدام تأثير VIX .

كما يتضح من قائمة نتائج توفيق نموذج الإنحدار اللوجستى المعدل للبيانات أن قيمة دالة الأرجحية 2- Log Likelihood أقل من نظيرتها فى النموذج الخام ، من ذلك يمكن إستنباط أن VIX له تأثير معنوى فى التنبؤ بإنهيار أسواق رأس مال التركى ، كما أن قيمة Chi-Square أن هذا المؤشر يحقق يحقق تحسن معنوى للنموذج ، و تبين قيمة إحصاءة Pseudo R^2 أن نمودج الإنحدار اللوجستى المتضمن VIX يسهم بنسبة ٤٪ فى تخفيض قيمة لوغاريتم دالة الترجيح للنموذج الذى يتضمن حد الثابث فقط دون مؤشرات VIX ، و أن مؤشرات VIX يسهم فى التنبؤ الصحيح بأزمات إنهيار سوق رأس مال تركيا بنسبة ٠.١٤٥٪ .

النتائج و التوصيات

أولا - النتائج :

لقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها ما يلي:

١- تتباين أسواق رأس المال العربية تجاه قضية الكفاءة ، إلا أنها تتسم فى مجملها على العموم بانخفاض درجة الكفاءة .

٢- تتباين أسواق رأس المال العربية تجاه قضية درجة الإستقرار المالي ، إلا أنه يمكن القول أنها تواجه على العموم جملة من التحديات و المعوقات تساهم في زعزعة الإستقرار المالي لأسواق المال العربية بشكل عام و أسواق رأس المال بشكل خاص ، لكن ذلك لا يؤثر بدرجة كبيرة على مسار التنمية بالإقتصادات العربية . و بالرغم من تباين درجة عمق أسواق رأس المال العربية بالإقتصادات العربية إلا أنه في الإجمال يمكن القول بأن درجة عمق هذه الأسواق بالإقتصادات العربية لا تزال ضعيفة للغاية .

٣- تتباين أسواق رأس المال العربية فيما بينها تجاه قضية إنتقال تداعيات الأزمات المالية التى حلت بإقتصادات غير عربية ، ودرجة مرونتها لمواجهة تلك التداعيات ، حيث طالت تلك التداعيات إقتصادات المنطقة العربية و أسواقها المالية خاصة تلك الإقتصادات الأكثر إنفتاحا على تدفقات رؤوس الأموال و التجارة الدولية و أثرت على معدلات النمو الإقتصادي بالسلب للإقتصادات العربية و شح السيولة و الإئتمان المصرفي ، و خروج رؤوس أموال كبيرة من القطاع المالي العربي لبعض الدول العربية ، و خسائر جمة لإستثمارات الأفراد و المؤسسات المالية العربية في الخارج نتيجة إنهيار أسعار الأصول المالية و العينية و إلغاء بعض المشاريع التنموية .

٤- تؤثر تقلبات معنويات أسواق رأس المال العربية ، على التقلبات في مؤشراتها العامة متأثرة بالأحداث الجارية بالأسواق المالية الإقليمية بشكل

خاص و العالمية بشكل عام ففي كثير من الأحيان لا توجد إنهيارات حقيقية بأسواق رأس المال العربية إنما توجد تقلبات لمعنويات تلك الأسواق التى تؤثر على المؤشرات العامة لهته الأسواق و يعود ذلك بشكل أساسى لقلة الوعي الإستثماري للمستثمرين العرب و عدم وجود صناع سوق بشكل فاعل بأسواق رأس المال العربية .

٥- هناك ديناميكية مستمرة لعوامل ظهور بوادر عدم الإستقرار المالي سواء بالنسبة للأزمات المالية التى حلت بإقتصادات الأسواق المتقدمة أو تلك التى حلت بإقتصادات الأسواق الناشئة ، إلا أنه يمكن أن ندرج الأسباب الحقيقية للأزمات المالية خاصة ضمن عدم التوازن الإقتصادي على المستوى الكلي بالإقتصادات التي حلت بها أزمات مالية ، و الذي يسهم في عدم التوازن على المستوى الجزئي حيث في سبيل مقاومتها لمشاكل عدم التوازن قد تقوم الوحدات الإقتصادية الفاعلة بالإقتصاد بأساليب مالية عالية المخاطر و بإرتفاع آثارها الخارجية على مختلف أسواق المال تساهم في إرتفاع درجة عدم الإستقرار المالي .

٦- إن عدم الإفصاح المالي الكافي و غياب الشفافية في تعاملات الشركات في القطاع المالى يزيد من إمكانية حصول حالات عدم الإستقرار المالى ، و أن تكاليف مواجهتها تزيد من الأعباء الإجتماعية التى تنجم عنها.

٧- يؤكد الباحث على أن الأزمات المالية التى توالت على مستوى مختلف الإقتصادات فى العالم سواء أكانت تابعة لأسواق ناشئة أو أسواق متقدمة ، في السنوات القليلة الماضية إنما تكشف عن عدم الإلتزام بمباديء حوكمة الشركات الذى يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي و يزيد من إمكانية حصول أزمات مالية ، خاصة في ظل العولمة المالية ، فعدم الإلتزام بمباديء سليمة لحوكمة الشركات يؤثر على عدم إستقرار النظام المالى و هذا

كفيل بتعطيل الشريان الرئيسي للنشاط الإقتصادي .

٨- تتطلب عملية الرقابة على مستوى أسواق رأس المال مرونة عالية ، ذلك من أجل مواجهة العمليات المضرة بإستقرار أسواق المال عامة و أسواق رأس المال خاصة.

٩- أن منهجية الإعتماد على مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال هي الأنسب للتنبؤ المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال على مستوى الإقتصادات العربية .

١٠- أن المؤشر الإجمالي لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال له قدرة ضعيفة فى التنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، حيث أكدت نتائج الدراسة على ذلك سواء أكانت أسواق رأس المال مرتفعة المخاطرة أو منخفضة ، و سواءا كانت متقدمة أو ناشئة .

١١- أن مؤشر تقلبات المؤشرات العامة لأسواق رأس المال يفسر وقوع أزمات إنهيار أسواق رأس المال بنسب ضعيفة جدا و قد تماثلت النتائج التجريبية سواءا أكانت أسواق راس المال شديدة المخاطرة أو ضعيفة المخاطرة ، سواءا أكانت متقدمة أم ناشئة.

١٢- أكدت الدراسات على الدور المهم الذى تلعبه نظم الإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال ، لرصدها و من تم يمكن أخد الإحتياطات و تدبير أساليب لمواجهتها فى وقت كافى ، إلا أنه يجدر القول بأن هذه النظم تعتمد على مؤشرات مركبة تختلف أهميتها لرصد تلك الأزمات ذلك بحسب المؤشرات الفرعية المفسرة للأزمات المالية ، ففعلا أن هذه الدراسة لم تحصل على نتائج جيدة و ذلك لإعتمادها على مؤشرات لها أهمية ضعيفة للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق رأس المال وهذا مع قلة الإمكانات البحثية للباحث .

ثانياً. التوصيات :

من خلال النتائج التي توصلت إليها الدراسة يقدم الباحث عدة توصيات للنهوض بأسواق رأس المال العربية و تعزيز فاعليتها و زيادة درجة عمقها بالإقتصادات العربية أمام مختلف التحديات التى تواجه الإستقرار المالي بالإقتصادات العربية ، وتتمثل هذه التوصيات فيما يلي:

١- هناك ضرورة لتبني و تطبيق أطر رقابية محلية و دولية مناسبة للتعامل مع الإبتكارات المالية التى تستحدثها مختلف الأطراف الفاعلة بأسواق المال على مستوى العالم ، و العمليات المالية المضرة بالإستقرار المالي بالإقتصادات سواء كانت تابعة للأسواق الناشئة أو المتقدمة منها .

٢- هناك ضرورة قصوى للإعادة النظر فى أساليب إدارة التوازن الإقتصادى على المستوى العالمى ، خصوصا قضية إدارة العلاقة بين الإقتصادات الأكثر تقدما فى العالم و باقى الإقتصادات الأقل تقدما و التى لها دور كبير فى إعادة دورة التجارة العالمية .

٣- العمل على توسيع نطاق التداول في الأسواق العربية بتهيئة الظروف المواتية للإدراج المشترك للشركات في الأسواق العربية توطئة لإنشاء سوق عربية مشتركة لتداول الأسهم.

٤- فى ظل إنفتاح أسواق المال العربية ، من الملح وضع أسس ملائمة لحماية المستثمرين و تعزيز الإستقرار فى هذه الأسواق فى وجه الإستثمار المضارب قصير الأجل ، كما توجد أهمية قصوى لمستوى الكفاءة المالية و المهنية التى يجب أن تتمتع بها كافة المؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق ، مثل شركات الوساطة و شركات الإستشارات المالية و غيرها .

٥- هناك ضرورة قصوى لنشر الوعي الرقابي لدى مختلف الأفراد العاملين بالنظام المالي في مختلف أسواق رأس المال العربية ، و نشر الوعي

الإستثماري لدى مختلف المستثمرين بأسواق رأس المال العربية ، كما توجد ضرورة لرفع من مرونة العملية الرقابية لدى إدارات أسواق رأس المال العربية

٦- هناك ضرورة قصوى لتفعيل التنسيق و التعاون مابين مختلف الجهات الرقابية على أسواق رأس المال العربية من جهة و مختلف مؤسسات التعاون الإقتصادي العربي في مجال البحث العلمي لتطوير مؤشرات للإنذار المبكر بمختلف أنواع الأزمات المالية تتماشى و طبيعة الإقتصادات العربية هذا من أجل عدم إزدواج تكاليف البحث فيما بينها ، فتكاليف تطوير هذه المؤشرات عالية جدا و يمكن لهذا التنسيق أن يقلل تلك التكاليف كما توجد ضرورة للعمل على تفعيل تطبيق هذه المؤشرات للقيام بدورها .

٧- هناك ضرورة للبحث من أجل تطوير مؤشرات للإنذار المبكر بأزمات إنهيار أسواق رأس المال العربية ، تعتمد على أسس تفسيرية جيدة فمثلا لابد من إدراج مؤشرات فرعية لمؤشرات الإنذار المبكر كمؤشرات السيولة بأسواق رأس المال .

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

١. إبراهيم عبد العزيز النجار، **الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي** ، الدار الجامعية الإسكندرية ، ٢٠٠٩ .

٢. جيهان جمال ، **بركان الأزمة العالمية إلى متى** ، بدون دار نشر ، القاهرة ، ٢٠٠٩ .

٣. طارق عبد العال حماد ، **حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية** ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ٢٠٠٩.

٤. محمد رشاد الحملا وي ، **إدارة الأزمات تجارب محلية و عالمية**، الطبعة الثانية، مكتبة عين شمس القاهرة ، ١٩٩٥ .

٥. محمد رشاد الحملاوي والسيد محمود سماحة ، **إدارة الأزمات** ، كلية التجارة جامعة عين شمس القاهرة ،٢٠٠٢ .

٦. محسن أحمد الخضيري ، **إدارة الأزمات منهج اقتصادي إداري متكامل لحل الأزمات**، مكتبة مدبولي القاهرة ، ١٩٩٠.

٧. منير إبراهيم هنيدى ، **الأوراق المالية وأسواق المال**، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٨ .

٨. نبيل حشاد ، **الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ : الإنعكاسات على الإقتصاد العالمي و الإقتصاد العربي** الطبعة الأولى، الإتحاد العام لغرف التجارة و الصناعة و الزراعة للبلاد العربية ، بيروت ، ٢٠٠٨.

٩. سي بول هالوود و رونالد ماكدونالد ، **النقود والتمويل الدولي** ، تعريب محمود حسن حسني مراجعه ونيس فرج عبد العال ، دار المريخ للنشر،

الرياض ، ٢٠٠٧ .

١٠. سيد الهواري ، ماذا لو - إدارة الأزمات في أصول التشخيص والقياس والتخطيط والسيطرة مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ٢٠٠٦ .

١١. عبد الهادي عبد القادر سويفي، قراءات في اقتصاديات الوطن العربي، جامعة أسيوط ، ٢٠٠٧.

١٢. عبد الهادي عبد القادر سويفي، أساسيات التنمية والتخطيط الاقتصادي، القاهرة ٢٠٠٨.

١٣. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة السادسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، أكتوبر ٢٠٠٧.

١٤. عبد المطلب عبد الحميد ، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠١٠ .

١٥. عبد القادر محمد عبد القادر عطية ، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكنرية، ٢٠٠٥ .

١٦. علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية للكتاب ، القاهرة ، ٢٠٠٧ .

١٧. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، دبي، ٢٠٠٢ .

١٨. فتحي عطية السيد مصطفي ، الأزمة المالية أسبابها وتداعياتها وطرق حلها والحل المقترح للعرب ، الطبعة الأولي ، مطابع الشرطة للطبع والنشر والتوزيع ، قطر ، 2009 .

١٩. صلاح الدين حسن السيسي، **الأسواق المالية الأزمات المالية (الأسباب، التداعيات ، سبل المواجهة) في ظل منظمة التجارة العالمية وتحرير الخدمات المالية** ، دار الفكر العربي ، مصر ٢٠٠٨ .

ب- المجلات والدوريات:

٢٠. إبراهيم عاكوم ، **أسواق الأوراق المالية العربية :إنعكاسات و عبر من الأزمة المالية العالمية** دراسات إقتصادية ، العدد ٩ ، صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية ، أبو ظبي ، ٢٠٠٩ .

٢١. إيهاب محمد يونس ، **الأزمة المالية العالمية (رؤية عامة)** ، مجلة الشروق للعلوم التجارية ، العدد الثالث ، المعهد العالي للحاسبات و تكنولوجيا المعلومات ، القاهرة ، يونيو ٢٠٠٩ .

٢٢. أيمن محمد إبراهيم هندي ، **محددات أزمة العملة في مصر : يوليو ٢٠٠١** ، المجلة العلمية للبحوث و الدراسات التجارية ، العدد ٢٠٠٧ ، كلية التجارة جامعة حلوان ، حلوان ، ٢٠٠٧.

٢٣. اللجنة الفنية لمجلس محافظي المصارف المركزية العربية ، **مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية** ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، يونيو ٢٠٠٣ .

٢٤. أندريلا فيلاسكو ، **أسعار الصرف في الأسواق الناشئة : التعويم نحو المستقبل** ، ترجمة ياسر سليم ، مراجعة أمينة حلمي ، ورقة عمل رقم 46 ، المركز المصري للدراسات الإقتصادية ، القاهرة نوفمبر 2000 .

٢٥. إتحاد المصارف العربية ، **هل الأزمة المالية العالمية في نهايتها : ضخ السيولة لن يأتي بالحل** تقرير منشور بمجلة إتحاد المصارف العربية ، إتحاد المصارف العربية ، بيروت ، سبتمبر ٢٠٠٩.

٢٦. جامعة الدول العربية ، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتهاعلى الدول العربية**، ، القطاع الاقتصادي إدارة الدراسات والعلاقات الاقتصادية ، القاهرة ، نوفمبر ٢٠٠٨ .

٢٧. جودة عبد الخالق ، **الأزمة المالية العالمية أزمة نظام لا أزمة سياسات** ، مجلة السياسة الدولية المجلد ٤٤ العدد ١٧٥ ، مؤسسة الأهرام ، القاهرة ، يناير ٢٠٠٩.

٢٨. جاسم المناعي ، **الأزمة المالية العالمية وقفة مراجعة** ، مجلة إتحاد المصارف العربية ، العدد ٣٣٧ إتحاد المصارف العربية ، بيروت ، ديسمبر ٢٠٠٨ .

٢٩. جمال الدين رزوق ، **الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على إقتصادات الدول العربية** دراسات إقتصادية ، صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية ، أبو ظبي ، ٢٠١١ .

٣٠. جمال الدين رزوق ، **الأزمة المالية العالمية و قنوات تأثيرها على إقتصادات الدول العربية** دراسات إقتصادية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، ٢٠١١ .

٣١. هشام البساط ، **دروس وعبر:فورة أسواق رأس المال العربية وتراجعها ٢٠٠٤-٢٠٠٦** ، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد ٣٨، السنة الرابعة عشر ، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية ، ربيع ٢٠٠٧ .

٣٢. هشام حنضل عبد الباقي ، **الآثار الإقتصادية للأزمة المالية العالمية على إقتصادات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي** ، مجلة النهضة ، المجلد الحادي عشر العدد الأول ، كلية الإقتصاد و العلوم السياسية جامعة

القاهرة ، القاهرة ، يناير ٢٠١٠ .

٣٣. وائل إبراهيم الراشد ، **نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية : دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت**، بدون سنة نشر ، الكويت ، بحث متاح على الرابط التالي:
http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib/Forms/AllItems.aspx ١٥/ ٠٣/ ٢٠١١

٣٤. وشاح رزاق ، **الأزمة المالية الحالية** ، سلسلة جسر التنمية ، عدد رقم:٩٠٣٠ ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ٢٠٠٩ .

٣٥. حسين على أحمد و زياد جواد الفيصل ، **الآفاق المستقبلية لتطوير أسواق المال في الوطن العربي** ، مجلة آفاق إقتصادية ، المجلد ٢٤ العدد ٩٦ ، إتحاد غرف التجارة و الصناعة في دولة الإمارات العربية ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٣ .

٣٦. حسن منير الصادى ، **تأثير المخاطر المالية و الإقتصادية و السياسية على الملاءة الإئتمانية و تطور أسواق الأوراق المالية في النظم المالية التي تعتمد على الآليات البنكية و تلك التي تعتمد على آليات السوق دراسة تحليلية مقارنة** ، مجلة المحاسبة و الإدارة و التأمين ، العدد الثاني و السبعون السنة الثامنة و الأربعون ، كلية التجارة جامعة القاهرة ، القاهرة ، ٢٠٠٩ .

٣٧. طلاع محمد الديحاني ، **التأثير المتبادل بين أسواق ناشئة: تجربة الإمارات اوعمان وقطر** المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد الثاني عشر، العدد الثالث ، مجلس النشر العلمي جامعة الكويت الكويت ، سبتمبر ٢٠٠٥

٣٨. طارق نوير، **تأثير تعاملات الأجانب عل آداء البورصة المصرية** ، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية ، المجلد الحادي عشر،المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، يناير ٢٠٠٩ .

٣٩. يوري دادوشي دياك ديليب راتا، دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة ، مجلة التمويل الدولية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر ، ٢٠٠٠ .

٤٠. ماجدة شلبي، تطور آداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٩٢، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة ، السنة المأة أكتوبر ٢٠٠٨.

٤١. مازن حمود ، ١٥ شهرا على أزمة القروض السكنية الأمريكية عالية المخاطر " subprimes" مشاكل - تداعيات - فرص الحلول و مدى نجاحها ، مجلة إتحاد المصارف العربية ، العدد ٣٣٥،إتحاد المصارف العربية ، بيروت ، أكتوبر ٢٠٠٨ .

٤٢. محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية ، مجلة مصر المعاصرة العدد ٤٩٤ ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، السنة المائة إبريل ٢٠٠٩ .

٤٣. محمد النسور ، تحرير تجارة خدمات الأسواق المالية في إطار الجاتس و أثرها على آداء أسواق المال العربية ، مجلة الوحدة الإقتصادية العربية ، العدد السادس و الثلاثون السنة العشرون ، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية ، ديسمبر ٢٠٠٨ .

٤٤. محمد فخري مكى ، التخليص الهام في تخليص الأوهام في الأزمة المالية الراهنة ...... من يجرؤ على المواجهة ؟ ، مجلة البحوث التجارية ، المجلد الثلاثين العدد الثاني ، كلية التجارة جامعة الزقازيق ، يونيو ٢٠٠٨ .

٤٥. مركز البحوث المالية والمصرفية ، التحديات التي تواجه التنبؤ

بالأزمات المالية والاقتصادي‍ة ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، المجلد الثامن العدد ٤٠١ ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية عمان ، ٢٠٠٠ .

٤٦. مركز المعلومات ودعم إتخاذ القرار قطاع التحليل الاقتصادي ، **نظام الإنذار المبكر لأزمات سوق العملة** ، الإصدار الأول، مجلس الوزراء المصري ، القاهرة ، مارس ٢٠٠١ .

٤٧. نبيل جورج دحدح ، **تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط و الغاز الطبيعي** ، دراسات إقتصادية ، صندوق النقد العربي ، الدائرة الإقتصادية و الفنية أبوظبي ، ٢٠١٠.

٤٨. نشوى مصطفى ، **كثافة التجارة و تزامن الدورات الإقتصادية بين مصر و أهم شركائها التجاريين** مجلة التنمية و السياسات الإقتصادية ، المجلد الثالث عشر ، العدد الأول ، المعهد العربي للتخطيط الكويت ، ٢٠١١ .

٤٩. سيد إبراهيم عبد الفضيل ، **أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصرى في ظل عولمة الأسواق الصاعدة** ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٨٣ السنة السابعة و التسعين الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والتشريع و القانون و الإحصاء ، القاهرة ، يوليو ٢٠٠٦ .

٥٠. سلطان أبو علي ، **الأزمة التمويلية العالمية وإنعكاسها علي مصر** ، ورقة عمل رقم 142 المركز المصري للدراسات الاقتصادية ، القاهرة ، ديسمبر 2008 .

٥١. عبد المطلب عبد الحميد ، **دور مجموعة العشرين في مواجهة الأزمة الإقتصادية العالمية** مجلة البحوث الإدارية ، العدد الثالث ، مركز الإستشارات و البحوث و التطوير أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، القاهرة ، السنة السادسة و العشرون يوليو ٢٠٠٨ .

٥٢. عبد النبي إسماعيل الطوخي ، **التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة** ورقة بحتية ، كلية التجارة جامعة أسيوط ، أسيوط ،٢٠٠٠ ، منشورة على الموقع : www.kantokji.com/fiqh/economics.com ٢٠١٠/٠٣/٢٢ .

٥٣. عدلي قندح ، **الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب** ، مجلة إتحاد المصارف العربية العدد 335 ، إتحاد المصارف العربية ، لبنان ، أكتوبر 2008 .

٥٤. عيسى محمد الغزالي ، **فعالية أسواق الأسهم العربية** ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة جسر التنمية ، العدد التاسع و الثمانون ، الكويت ، السنة التاسعة ، يناير ٢٠١٠ .

٥٥. علياء البسيوني ، **مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الإقتصادات المتنوعة**، مجلة التنمية و السياسات الإقتصادية ، المجلد الثاني عشر العدد الثاني ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، يوليو ٢٠١٠.

٥٦. على إبراهيم طلبة، **قياس إمكانية التنبؤ بأزمات أسواق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا (دراسة تجريبية)**، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، العدد الثالث ، كلية التجارة جامعة عين شمس القاهرة. ، يوليو ٢٠٠٠.

٥٧. على إبراهيم طلبه ، **قياس إمكانية تتبع ورصد مسببات أزمات سوق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا(دراسة ميدانية)** ، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة ، العدد الأول ، كلية التجارة جامعة عين شمس، القاهرة ، يناير 2000 .

٥٨. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، سلسلة دراسات اقتصادية ومالية عالمية ، واشنطن مايو ١٩٩٨ . غالب أبو مصلح ، أمريكا وأزمة النظام الاقتصادي العالمي ، مجلة شئون الأوسط ، العدد ١٣٠ ، مركز الدراسات الإستراتيجية ، لبنان، خريف ٢٠٠٨ .

٥٩. صندوق النقد العربي ، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية ، بدون دار نشر ، أبو ظبي، ديسمبر ٢٠٠٨ .

٦٠. رمضان الشراح ، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية ، مجلة المال و الصناعة العدد الثامن عشر ، بنك الكويت الصناعي الكويت ، ٢٠٠٠ .

٦١. رمضان مقلد ، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الدول النامية مع الإشارة الخاصة لمصر ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، المجلد ٤٦ العدد ١ ، كلية التجارة جامعة الإسكندرية الإسكندرية ، يناير ٢٠٠٩ .

٦٢. غالب أبو مصلح ، أمريكا وأزمة النظام الاقتصادي العالمي ، مجلة شئون الأوسط ، العدد ١٣٠ مركز الدراسات الإستراتيجية ، لبنان، خريف ٢٠٠٨ .

ج- الرسائل العلمية :

٦٣. أمير الفونس عريان حنا ، تصميم نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية في مصر بالاسترشاد بالأزمة الآسيوية والروسية ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة قسم الاقتصاد جامعة عين شمس ، القاهرة ، ٢٠٠٣.

٦٤. هبة الله على أحمد عبد الجواد مكاوي، الآثار الاقتصادية الكلية لأزمات القطاع المصرفي في ظل اتباع سياسة التحرير المالي في الدول النامية مع إشارة خاصة للاقتصاد المصري، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة

وإدارة الأعمال قسم الاقتصاد والتجارة الخارجية، جامعة حلوان القاهرة، ٢٠٠٦ .

٦٥. هبة محمود الطنطاوي الباز ، **الأزمات المالية المعاصرة (الأسباب - العلاج - الدروس المستفادة) دراسة مقارنه** ، رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة جامعة عين شمس ، القاهرة 2008 .

٦٦. هبة محمود الطنطاوي الباز، **الأزمات المالية المعاصرة الأسباب العلاج الدروس المستفادة ـ دراسة مقارنة** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة كلية التجارة قسم الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة ٢٠٠٨.

٦٧. هبه عبد المنعم علي، **فاعلية القيود على انتقالات رؤوس الأموال الأجنبية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية**، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، القاهرة، ٢٠٠٦

٦٨. وليد جاسر فهمي عويس، **أساليب تنظيم تكامل أسواق المال العربية في ظل المتغيرات العالمية** أطروحة دكتوراه غير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ .

٦٩. وليد محمد عبد القادر محمود الوكيل ، **فاعلية السياسات النقدية في ظل تحرير التدفقات الرأس المالية الدولية ـ دراسة مقارنة بين الدول النامية بالتطبيق على الإقتصاد المصري** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة و إدارة الأعمال قسم الإقتصاد و التجارة الخارجية جامعة حلوان حلوان ، ٢٠٠٣ .

٧٠. كاميليا عبد الحليم أحمد ، **دور الحوكمة في جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة " دراسة مقارنة "** ، أطروحة دكتوراه الفلسفة في الإقتصاد غير منشورة ، كلية التجارة و إدارة الأعمال قسم الإقتصاد و التجارة الخارجية

جامعة حلوان ، حلوان ،٢٠٠٨ .

٧١. ماجدة شلبي، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق ، مجلة مصر المعاصرة ، العدد ٤٩٢، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة، السنة المائة أكتوبر ٢٠٠٨ .

٧٢. محمد سامح جميل ، إعداد نمودج للتنبؤ بالفشل المالي : بالتطبيق على الشركات المصرية رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة كلية التجارة قسم إدارة الأعمال ، القاهرة ، ٢٠١١ .

٧٣. نواف محمود محمد ابو شمالة ، إنعكاسات السياسات الإقتصادية الإسرائيلية على الإقتصاد الفلسطيني للفترة ١٩٨٠ـ٢٠٠٦ ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، معهد البحوث و الدراسات العربية القاهرة، ٢٠١٠.

٧٤. نرمين نبيل أبو العطا، حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق ا لمال بمصر، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، القاهرة ٢٠٠٦ .

٧٥. عادل بن أحمد بن حسن بابطين ، الإنحدار اللوجستي و كيفية إستخدامه في بناء نماذج التنبؤ للبيانات ذات المتغيرات التعبعة ثنائية القيمة ، أطروحة دكتوراه في تخصص إحصاء و بحوث العمليات ، جامعة أم القرى كلية التربية قسم علم النفس ، المملكة العربية السعودية ، ١٤٣٠ .

٧٦. عمر عبد الحميد سالمان ، هيكل معدلات الفائدة في الأسواق المالية الدولية وأثره علي الاندماج المالي الدولي ، أطروحة دكتوراه في فلسفة التجارة الخارجية غير منشورة ، كلية التجارة وإدارة الأعمال قسم التجارة

الخارجية جامعة حلوان ، القاهرة ، ١٩٩١ .

٧٧. عمرو نجيب عبد الحميد، **دراسة تحليلية وميدانية للتأثير المتبادل بين المراجعة الداخلية وحوكمة الشركات**، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة قسم المحاسبة جامعة القاهرة ، القاهرة ٢٠٠٩ .

٧٨. عربي مدبولي أحمد ، **التنبؤ بأزمات العملة في دول الأسواق الصاعدة و سياسات تجنبها : دراسة تطبيقية مع إشارة خاصة للإقتصاد المصري** ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة و إدارة الأعمال قسم الإقتصاد و التجارة الخارجية ، حلوان ، ٢٠٠٧ .

٧٩. فرج مخيمر محمد عبد العال، **دور إستخدام النظم الخبيرة في التنبؤ بالأزمات المالية في سوق الأوراق المالية المصرية** ، أطروحة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال غير منشورة ، جامعة الزقازيق كلية التجارة وإدارة الأعمال ، القيلوبية ، ٢٠٠٣ .

٨٠. رشيد بوكساني ، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها** ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر ، الجزائر ، ٢٠٠٦ .

د- التقارير:

٨١. الهيئة العامة لسوق المال المصري ، **قواعد حوكمة الشركات المصرية المسودة النهائية** ، القاهرة أغسطس ٢٠٠٥ .

٨٢. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا (الإسكو)، **الاستعراض السنوي للتطورات في مجال الحوكمة و التكامل الإقليمي في الدول العربية**، الأمم المتحدة ، نيويورك، ديسمبر ٢٠٠٧ .

٨٣. بورصتي القاهرة و الإسكندرية ، **تقرير لمتابعة آداء البورصة**

المصرية ، التقرير السنوي القاهرة ٢٠٠٨ .

٨٤. بورصتي القاهرة و الإسكندرية ، **تقرير البورصة السنوي** ، القاهرة ، ٢٠٠٧ ، متاح على الموقع : 18/02/2010 .http://www.egyptse.com/arabic/services.aspx

٨٥. مجلس الوزراء المصري مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار ، **آداء الأسواق في ظل الأزمة المالية العالمية** ، تقارير معلوماتية، السنة الثالثة، العدد ٢٨ ، أبريل ٢٠٠٩.

٨٦. صندوق النقد الدولي ، **تقرير الإستقرار المالي العالمي** ، ملخص واف ، واشنطن ، أكتوبر ٢٠٠٨ ، ، متاح على الموقع : http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/gfsr/2008/02/suma.pdf ٢٢ /١٢ / ٢٠١٠

٨٧. صندوق النقد الدولي، **صندوق النقد الدولي يعزز أدواته المخصصة للوقاية من الأزمات**، إدارة العلاقات الخارجية، بيان صحفي رقم ٣٢١/ ١٥، واشنطن، ٢٠٠٨ .

٨٨. صندوق النقدالعربي ، **آداء أسواق الأوراق المالية العربية** ، النشرات الفصلية ، (أعداد مختلفة) .

٨٩. صندوق النقد العربي و آخرون ، **التقرير الإقتصادي العربي الموحد** ، (أعداد مختلفة) .

٥. الندوات و المؤتمرات :

٩٠. أحمد الهدواج ، **إمكانية ربط التسويات و الحفظ العربية النواحي الأولية الفنية و القانونية** مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر السنوي لإتحاد البورصات العربية ، إتحاد البورصات العربية بيروت ، ٢٥ ـ ٢٦ أكتوبر ٢٠١٠ ، متاح على :

http://www.arabstockexchanges.org06/03/2011

٩١. بزاز حليمة وهدى بن محمد ، المشتقات المالية ومخاطرها ، مداخلة مقدمة بالملتقى الاقتصادي الدولي الأول، أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة ، ٥ ـ ٦ مايو ٢٠٠٩ .

٩٢. بن رجم محمد خميسي، المشتقات المالية: أدوات لصناعة المخاطر، مداخلة مقدمة بالملتقى الاقتصادي الدولي الأول، أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة، يومي ٥ و ٦ مايو ٢٠٠٩ .

٩٣. جميلة الجوزي ، أسباب الأزمة المالية و جدورها ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات أحد المؤتمرات العلمية بكلية إدارة الأعمال جامعة الجنان ، لبنان ، بدون سنة نشر ، متاحة على الرابط التالي:
http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/dreldjouzi.pdf
٢٢ / ٠١ / ٢٠١١

٩٤. وحدة محمد رشاد الحملاوي لبحوث الأزمات ، توصيات المؤتمر السنوي الثالث عشر حول إدارة أزمة الدعم وفعاليات العدالة الاجتماعية مائدة مستديرة حول أزمة الرهن العقاري، كلية التجارة جامعة عين شمس ، القاهرة، ٢٩ -30 نوفمبر 2008.

٩٥. مايكل موسي ، مواجهة تحديات العولمة، مداخلة في ندوة العولمة وإدارة الإقتصاديات الوطنية برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي صندبوق النقد العربي، أبو ظبي ، 18-19 نوفمبر 2000 .

٩٦. محمد سيد أمبابي، الأزمة الاقتصادية للدول جنوب شرق

آسيا وآثارها على مصر، مداخلة مقدمة بالمؤتمر السنوي الثالث لإدارة الأزمات والكوارث، وحدة بحوث الأزمات ، كلية التجارة جامعة عين شمس . القاهرة ٣،٤ أكتوبر ١٩٩٨ .

٩٧. محمد عبد الحافظ محمد عبد الله ، مدي أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية، مداخلة مقدمة في المؤتمر السنوي السادس لإدارة الأزمات الإقتصادية في مصر والعالم العربي، كلية التجارة جامعة عين شمس وحدة محمد رشاد الحملاوي لبحوث الأزمات القاهرة ، 27- ٢٨ أكتوبر 2001 .

٩٨. محمود عبد الحافظ محمد عبد الله ، مدى أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية ، مداخلة مقدمة في المؤتمر السنوي السادس لإدارة الأزمات الاقتصادية في مصر والعالم العربي ، كلية التجارة جامعة عين شمس، القاهرة ،٢٧ ـ ٢٨ أكتوبر ٢٠٠١ .

٩٩. نبيل حشاد ، إدارة الأزمات المالية ، مداخلة مقدمة في فعاليات المؤتمر السنوي الثاني لإدارة الأزمات و الكوارث ، وحدة بحوث الأزمات ، كلية التجارة جامعة عين شمس ، القاهرة ، ٢٥ ـ ٢٦ أكتوبر ١٩٩٨ .

١٠٠. نبيل حشاد ، إدارة الأزمات المالية ، مداخلة مقدمة للمؤتمر السنوي لإدارة الأزمات والكوارث كلية التجارة جامعة عين شمس وحدة بحوث الأزمات ، القاهرة ، 25-26 أكتوبر 1997 .

١٠١. سيد إبراهيم عبد الفضيل، مدى إستجابة سوق رأس المال المصري للاتجاهات الحديثة بالأسواق المالية الدولية، مداخلة مقدمة بالمؤتمر العلمي السنوي السادس والعشرون للاقتصاديين المصريين ، التطورات الحديثة لمفهوم إقتصاديات السوق للجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء

والتشريع، القاهرة، نوفمبر ٢٠٠٧ .

١٠٢. سليمان الشحومي ، **أسواق المال العربية دراسة إستكشافية مقارنة**، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر السنوي لإتحاد البورصات العربية ، إتحاد البورصات العربية ، بيروت ، ٢٥ ـ ٢٦ أكتوبر ٢٠١٠، ص ٢ ، متاح على الموقع :
. http://www.arabstockexchanges.org18/04/2011

١٠٣. سمير شرقرق و آخرون ، **إدارة أزمات سعر الصرف و نماذج تحديدها** ، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الملتقي الدولي الرابع حول إدارة الأزمات في ظل إقتصاد المعرفة ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير جامعة ٢٠ أوث ١٩٥٥ ، سكيكدة ، ٢٦ ـ ٢٧ ماي ٢٠٠٨ .

١٠٤. عبد السلام سعيد الغامدي، **أهمية الأداء المالي للشركة المساهمة في ظل إنهيار سوق الأسهم : دراسة تطبيقية على السوق المالية السعودية**، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الندوة الحادية عشر حول تطوير المحاسبة " المعلومات و سوق الأوراق المالية" المنعقدة في جامعة الملك سعود ، الرياض ، ٥ - ٦ ديسمبر ٢٠٠٦ ، بحث متاح على الموقع التالي :
http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib/Forms/Al 23/04/2011 lItems.aspx

١٠٥. على بن الضب ، **دراسة أثر سياسة الإقراض ما بين البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة** ، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول السياسات النقدية و المؤسسات المالية ، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة ٢٠ أوث ١٩٥٥ سكيكدة ـ الجزائر ، سكيكدة ، ٩ ـ ١٠ نوفمبر ٢٠١٠ .

١٠٦. شاهد يوسف ، **العولمة والتحديات التي تواجه البلدان النامية** ، مداخلة في ندوة العولمة وإدارة الإقتصاديات الوطنية ، برنامج التدريب

الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، 18-19 نوفمبر 2000 .

١٠٧. شانغ جين وي ، **العولمة والتجربة الآسيوية** ، مداخلة مقدمة في ندوة العولمة وإدارة الإقتصاديات الوطنية ، برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي ،صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، 18-19 نوفمبر 2000 .

و- المقابلات الشخصية للباحث :

١٠٨. مقابلة شخصية للباحث برئيس قسم البحوث الإقتصادية الإستراتيجية بالأمانة العامة لجامعة الدول العربية الأستاد الدكتور ثامر محمود زيدان العاني (عدة مقابلات).

١٠٩. نتيجة مقابلة شخصية للباحث بأحد الإطارات العاملة بهيئة الرقابة على سوق رأس المال المصرية (عدة مقابلات) .

١١٠. مقابلة شخصية للباحث بأحد خبراء أسواق رأس المال ، الأستاد الدكتور نبيل حشاد (عدة مقابلات) .

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية :

A - Books:

111. NICOLAS Couderc and OLIVIA Montel Dumont ، **subprime recession:**

Understanding the crisis ، French Documentation ، Paris ، 2009 .

B - Articles and periodicals:

112. A. CANINCI and H.C.L.I and JOSEPH Mccorthy , **Financial contagion : local correlation analysis**, research in international Business and Finance, №

25 2011, available at :

113. ALESSIO Ciarlone and GIORGIO Trebeschi , **designing an Early warning system for debt crises** , Emerging markets review , No :6, 2005 available at : 22/03/2011www.sciencadirect.com.

114. ANDREW Berg and CATHERINE Pattillo , **the challenges of predicting Economic Crises**, international Monetary fund, Economic Issues No: 22, Washington , July 2000 .

3/2/2011 www.elsevier.com/locate/ribaf

115. ANDREW Berg and EDUARDO Borensztein and CATHERINE Pattillo **Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?** international Monetary fund Research Department , working paper № 04/52 Washington , March 2004, available at : 06/06/2010 http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0452.pdf

116. A. V. Ulyukaev and P. V. Trunin, **Application of a Signals Approach to the Development of Early Warning Indicators of Financial Instability in the Russian Federation** , STUDIES ON RUSSIAN ECONOMIC DEVELOPMENT Vol. 19№ : 5, Pleiades Publishing , Russia , 2008, available at : 12/03/2010http://www.springerlink.com/content/24l25v20548m8mk2/fulltext.pdf

117. califorinia state university , **economic forecast for the United States, revising** , January 2009, available at: 30/12/2009 http://www.csus.edu/indiv/j/jensena/sfp/us/index.htm

118. CHISTIAN Mulder , **detecter les facteurs de vulnerabilite financiere pour prevenir les crises,** fonds monetaire international , finance et development december 2002 .

119. CLV – Sheny Tai , **Combe s source of contagion during the 1997 Asian Grisis?**, Journal of Banking, and Finance № 28, 2004, available at : 3/9/2011 www.elsevier.com/locate/econbase

120. Coroline Van Rijckeghem and Beatrice Weder, **Sources of Contagion : is it finance or Goale ?**, Journal of international Economics № 51, 2001, available at : 3/8/2010 www.elservier.nl/locaTe/Econbase

121. DELISLE Worrell, **Quantitative Assessment of the Financial Sector : An Integrated Approach**, international Monetary Fund , Monetary and Financial Systems Department, Working Paper № 04/153 , Washington , August 2004 available at : 22/08/2010http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04153.pdf

122. DERRICK Reagle AND DOMINICK Salvatore , **Forecasting Financial Crises in Emerging Market Economies** , Department of Economics Fordham University in New York , Open economies review № : 11 , Kluwer Academic Publishers *Printed in The Netherlands , Netherlands* , 2000 , available at: 08/07/2010http://www.springerlink.com/content/qrj67t1130066q32/fulltext.pdf

123. DIMITAIS Kemerungios and ARISTEI DIS Samitas and NIKDS Paltaliolis, **Finamcial Criseds and Stock Market Contagion in a multivariate time-varying asymmetric framework**; Journal of international financial Morret, institutions and Money, № 21, available at : 3/2/2011 www.elsevier.com/LocaTe/intfin.

124. Economie Internationale, La Revue Du Cep83 ,1Er Trimestre, 2001.

125. E. Philip Davis and Dilruba Karim , **Comparing early warning systems for banking crises** , Journal of Financial Stability , Volume 4 , published in collaboration with Lally School of Management and Technology of the Rensselaer Polytechnic Institute , 2008 , available at : 03/05/2011www.sciencedirect.com

126. ERIC Girard and MOHAMED Omran , **what are the riske when investing in thin emerging equity markets : evidence from the arab world** journal of international financial markets institutions est money , № 17, 2007 available at : 09/03/2010 www.elsevier.com/locate/intfin.

127. FASITCA Haile and SUSAN PO70, **Currency Grisis contagion and the identification of tronsmiffion channels** ، international Review of Economics and Finance , №7, 2008 , available at : 3/2/2011 www.elsevier.com/Locate/iref

128. FMI , **statistiques financiers internationals** , finances et dévеloppement Washington ، December 2000 .

129. FRANCIS A. Longstaff, **The subprine Greolit Grisis and Contagion in financial markets,** Journal of Financial Economic № 97, 2010 , available at : 3/1/2011 www.elsevier.com/locate/jfec

130. FRANKLIN Edwards and FREDERIC Mishkin , **the decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy** , economic policy review , July 1995, available at : 04/6/2009http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1029618

131. GERARD Capiro, **banking on crises Lessons learned from recent financial crises** ,development research group , , the world bank , USA , june1998.

132. GOETY VON Peter , **asset prices and banking distress a macro economic approach** , bank for international settlements , Basel , October , 2004.

133. GRACIAL kaminsky and SOUL Lizondo and CARMEN Reinhart, **Leading indicators of currency Gises**, international Monetary fund , working paper № 97/79, Washington, 1997 .

134. IBRAHIM Omour , **financial integration nourth Africa stock markets** Arab planning institute , working paper series № 0908 , Kuwait , 2009 .

135. International Monetary Fund, **systemic banking crises: a new database** working paper № 08/224 , Washington , November 2008, available at: 08/03/2008http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf

136. International Monetary Fund ، **controlling capital?legal restriction and the asset composition of international financial flows** ، working paper № 09/208 ، Washington ،September 2009 .

137. Jacques Sapir , **Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe** ، available at : 18/09/2009 http://www.france.attac.org/spip.php?article9400.

138. Kyong Joo Oh and Others , **Using Neural Networks to Tune the Fluctuation of Daily Financial Condition Indicator for Financial Crisis Forecasting** , 2006 , available at : 04/12/2010 http://www.springerlink.com/content/g12257821073q344/fulltext.pdf

139. London school of Economics and Political science، **the Hare and Tortoise: does slow and steady financial liberalization win the Race? A Tunisian case study**، working Paper series № 01-09، London ، November 2001.

140. LUCIAALESSI and CARSTEN Detken , **«Real time» Early warning indicators for costly asset price Boom . Bust Cycles arole for Global liquidity**, European Central Bank , Working Paper Series No:39, Frankfurt , March 2009, available at: 22/03/2011www.sciencadirect.com.

141. MAHMOUD Haddad and SAM Hakim, **HAVE FOREIGN BANKS CONTRIBUTED TO THE SPREAD OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS TO**

SAUDI ARABIA?, The Economic Research Forum (ERF), Working Paper №: ٥٣٧, Cairo, ٢٠١٠ .

142. MARGARITA Kotsini and TROMAS Moutos, **EMU and Greet Crisis : The political – economy perspective**, European Journal of Political Economy, № 26, 2010, available at : 3/6/2010 www.elsevier.com/locate/ejpe

143. MARK Thornton , **Who Predicted the Bubble? Who Predicted the Crash?**, THE INDEPENDENT REVIEW VOLUME IX № 1 , Ludwig von Mises Institute , SUMMER 2004 , available at : 04/12/2010 http://www.independent.org/pdf/tir/tir_09_1_1_thornton.pdf

144. MARTIN Scheicher, **What drives investor risk aversion? Daily evidence from the German equity market**, BIS Quarterly Review , June 2003 , available at : 07/04/2010 http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0306g.pdf

145. MATTHIEU Bussiere and MARCEL Fratzscher , **TOWARDS A NEW EARLY WARNING SYSTEM OF FINANCIAL CRISES** , E U R O P E A N C E N T R A L B A N K WORKING PAPER № 145, Frankfurt ,MAY 2002 , available at : 18/06/2010http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp145.pdf

146. PAUL Krugman , **What to do with the global financial crisis?** , New York Review of books ,vol № 20, 28 December 2008, available at : 01/11/2010 http://www.nybooks.com/articles/archives/2008/dec/18/what-to-do/?page=2.

147. PING Wang and TOMOE Moore , **sudden changes in volatility : the case of five central European stock markets** , journal of international financial markets institutions est money , № 19, 2009, available at : 09/03/2010www.elsevier.com/locate/intfin .

148. RONALD V. Mendoza, **International reserve-holding in the developing world : self insurance**

in a crisis-prone era? , *Emerging Markets Review№ 5 (2004)*, availaibl at :19/02/2011 www.sciencedirect.com.

149. SHAWKAT Hammoudeh and HUIMIN Ali , **sudden changes in volatility in emerging markets : the case of gulf arab stock markets**, international review of financial analysis, № 17, 2008, available at : 09/03/2010www.sciencedirect.com .

150. SHWKAT M.Hammoudeh and YUAN Yuan and MICHAEL Mcaleer **Shock and volatility spillovers among equity sectors of the Gulf Arab stock markets** , The Quarterly Review of Economics and Finance № 49, available at : 17/02/2010www.elsevier.com/locate/qref.

151. SUNIL Sharm , **The challenge of predicting Economic Crises** international Monetary Fund , Finance and development , Washington , June 1999 .

152. Takatoshi Kato, **Early Warning Systems and Their Role in Surveillance** Deputy Managing Director , International Monetary Fund , Speeches At High-Level Seminar , Singapore , 9 February 2010 , available at : 12/05/2011http://www.imf.org/external/np/speeches/2010/020910.htm

153. The researech Staff of the Egyptian banking institute ، **Financial Stability and Growt** ، link seminar Series issue 11 ، Central bank of Egypt ، Egyptian banking institute، Cairo ، 6 - 8 June 2005.

154. VINCE Hooper and AH BOON Sim and ASFANDYAR Uppal **Governance and stock market performance** , journal of Economic Systems School of Banking and Finance The University of New South Wales , Sydney, № 33, 2009, available at : 09/04/2011www.elsevier.com/locate/ecosys .

155. VIRGINIE Coudert and MATHIEU Gex , **Can risk aversion indicators anticipate financial crises?** , Financial Stability Review , №. 9 , Banque de France ,

December 2006 , available at :
04/05/2010 http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2006/etud3_1206.pdf

156. VIRGINIE Coudert and MATHIEU Gex , **Does risk aversion drive financial crises ? Testing the predictive power of empirical indicators,** Journal of Empirical Finance № 15 , 2008 , available online at : 07/06/2011 www.elsevier.com/locate/jempfin

157. WAJIH Khallouli , **shift contagion in middle east and north Africa stock markets** , economic research forum , working paper series № 420 , Cairo , July 2008 .

158. YACINE Ait-Sahalia and JOCHEN Andritzky and ANDREAS Jobst and SYLWIA Nowak and NATALIA Tamirisa ، **How to Stop a Herd of Running Bears?Market Response to Policy Initiatives during the Global Financial Crisis** ، International Monetary Fund Working Paper Research Department № 09/204 ، Washington ،September 2009 ،available at: 20/2/2٠11http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09204.pdf

159. YU-CHENG Lee and HSIAO-LIN Teng , **Predicting the financial crisis by Mahalanobis–Taguchi system – Examples of Taiwan's electronic sector** journal of Expert Systems with Applications № 36 ,Department of Technology Management Chunghua University , Taiwan , 2009 , available at : 04/12/2010 www.elsevier.com/locate/eswa

160. YUNG CHUL Park , **International Investors - Trade linkage . Macro economic similarities and contagion of the thain crisis**, Journal of the Japanese and international Economics, № 15, 2001, available at : 3/8/2010 www.sciencadirect.com

C – Theses :

161. MOAXIYE Balthgzord ، **alefale des controles de capiotousc dons la reduction de la volatilité en presence de crifes financiers et colombie** ، rapport de recherele de maitrise ، université de Montreal ، Montareal ، Join 2006.

162. OSMAND Alford lindo jr , **avalue at risk approach to fiscal sustainability : acase study for Thailand** , Ph.D of philosophy economics faculty of calaremant Califonia university , proquest llc , USA , 2008.

D – Reports :

163. Abdul Abiad , **Research Summaries of Early Warning Systems** international Monetary fund Research Bulletin , Volume ٤ № 2 , Washington , june 2003, available at : 01/02/2011http://www.imf.org/external/pubs/ft/irb/2003/eng/02/index.pdf

164. ARTUS Patrick ، **Comment éviter une finance procyclique ?**، Flach économie ،N° 200، mai 2008 ، available at : 22/10/2009http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=38619.etr u.

165. federal Reserve BANK OF NEW YORK، **the Changing Nature of Balance of Payments** ،Volume 14, Number 4 June 2008 available at: 15/10/2009 http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci14-4.pdf

166. Group of Twenty, **Action Plan to**

Implement Principles for Reform DECLARATION SUMMIT ON FINANCIAL MARKETS AND THE WORLD ECONOMY Washington USA , 15 November 2008 , available at : 10/12/2٠10

http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf

167. International Monetary Fund ، **World Economic and Financial Surveys Global Financial Stability Report Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk** ، Washington ، April 2009.

168. International Monetary Fund ، **Note by the Staff of the International Monetary Fund on STOCKTAKING OF THE G-20 RESPONSES TO THE GLOBAL BANKING CRISIS** ، Group of Twenty Meeting of the Ministers and Central Bank Governors 13.14 March ،Washington ، 2009 ، available at : 10/12/2٠10

http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909b.pdf

169. International Monetary fund , **global financial stability report** a qauarterly report on market development and issues , Washington , March 2002 , available at : 03/05/2011http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2002/01/pdf/chp4and5.pdf

170. Standard and Poors Index ، **S and P 500, USA ، Report 30 September 2009,** available at: 15/10/2009 http://www.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SP_500_Factsheet.pdf

171. The banks association of turkey **,50 th anniversary of the banks association of turkey and banking system" 1958 . 2007"**, publication № 62 , Istanbul , March 2009 , available at: 15/10/2009

http://www.tbb.org.tr/Dosyalar_eng/Yayinlar/Dokumanlar/TBB50_english.pdf

172. The World Federation of Exchanges ، **Futures and Options** ، available at: 15/02/2010http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/equity-markets

173. The World Federation of Exchanges ،**equity 1.8 turnover velocity of shares domestic,** available at :06/02/2010http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/equity-markets

174. U . S . Department of the treasury ، **Financial Regulatory Reform: A New Foundation** ،Washington ، 2009 ، available at : 20/12/210http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf

175. U . S . Department of the treasury ، **Principles for Reforming the U.S. and International Regulatory Capital Framework for Banking Firms** ، Washington ، September 2009 ، available at :

22/12/2010http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/capital-statement_090309.pdf

176. world federation of exchanges ، **equity 1-4 number of newly listed and delisted companies** ، available at : 06/04/2010http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/equity-markets.

E - Seminars and conferences :

177. CANAN Yildirim, **mord hazard corporate governance and bank failure: evidence from the 2000-2001 Turkish crises**, economic research forum 15th Annual conference: equity and economic development , economic research forum , Cairo 23rd – 25th November 2008.

178. NADJWA Abd elah samak , **rising to the challenge international crisis and economic management in Egypt** , center for economic and financial research and studies , faculty of economics and political science in collaboration with :united states agency for international development (usaid) , Egypt , 2004.

179. NARENDRA Jadhav , **capital account liberalization : the Indian experience** , working paper Presented at A Tale of Two Giants : India's and China's Experience with Reform and Growth , New Delhi , November 2003.

180. RANIA Almashat and AMIN Mati , **currency crisis in Middle East and North Africa region: What are the Early warning Cignals?** , conference on rising to the challenge internatirnal Gisis and Economic Management in Egypt, Center for Economic and Financial research and studies, Faculty of Economics and Political Science, Cairo university , in collaboration with united states agency for internatirnal development (USAID) , Cairo, 2004 .

181. Uwe Puetter , **Organising the EU's responses to the global economic and financial crisis - the role of the European Council and the Council** , Department of Public Policy Central European University, Paper presented at the 12th Biennial Conference of the European Studies Association (EUSA) , Boston , 3 - 5 March 2011 , available at: 10/3/2٠11

http://www.euce.org/eusa/2011/papers/6e_puetter.pdf

182. Wajih Khallouli and Rene Sandretto ,

Testing for "contagion" of the subprime crisis on the Middle East and North African stock markets: A Markov Switching EGARCH approach , Working Paper presented at the 1٧ th Economic Research Forum (ERF) Conference for politics and economic development , turkey ,20-22 March 2011 .

F - Websites :

183. http://www.amf.org.ae

184. https://www.credit-suisse.com/us/en/

185. http://www.bundesbank.de/index.en.php

186. www.idsc.gov.eg/

187. www.library.idsc.gov.eg/

188. http://www.worldexchanges.org

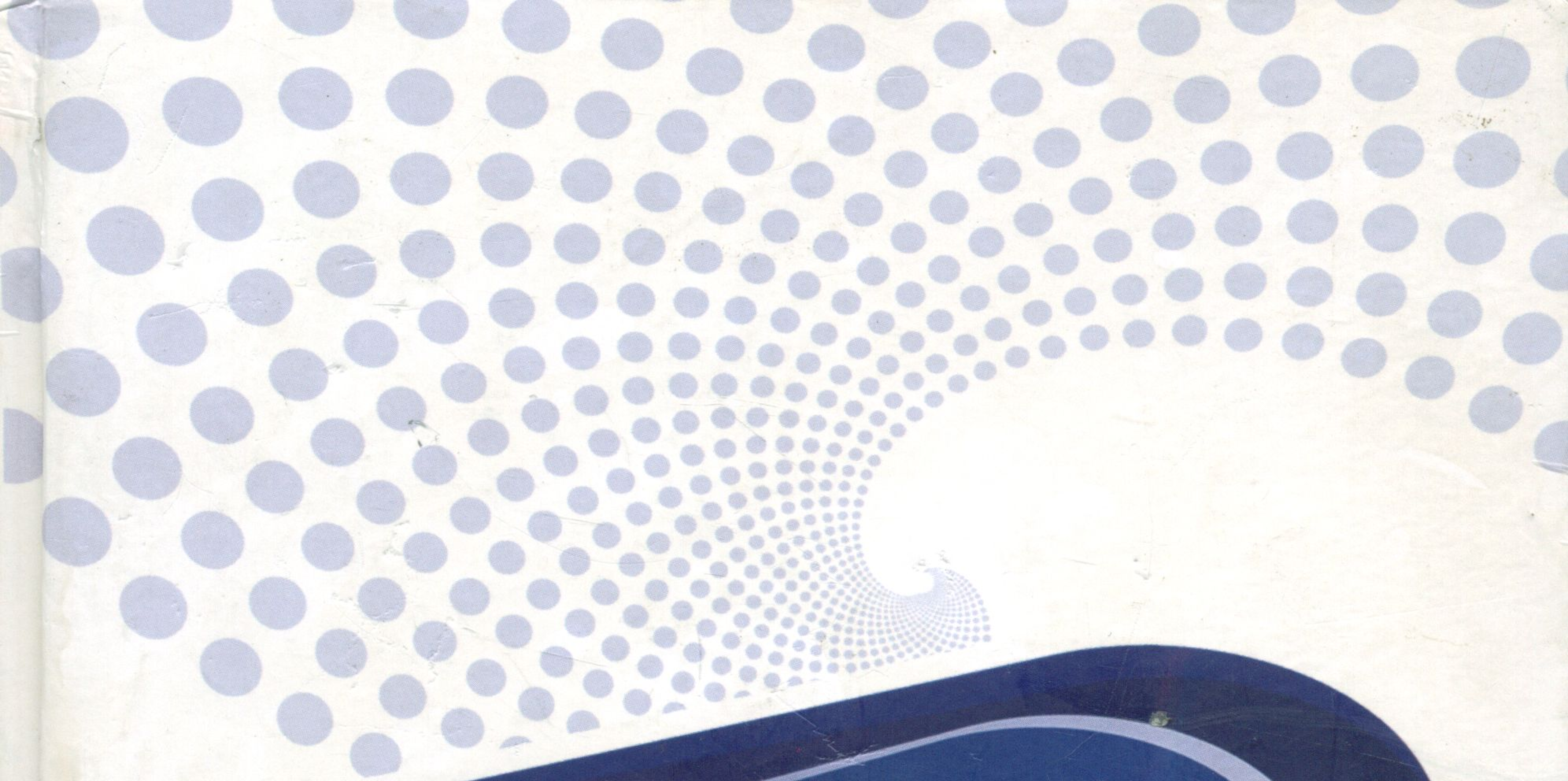
189. http://www.nybooks.com/

190. http://www.hks.harvard.edu/centers/cid

191. http://www.price-data.com/

192. http://www.ecb.int/home/html/index.en.html

فهرس المحتويات





dar.elfker@hotmail.com